全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雪球投资经典

和聪明的投资者一起学习投资

跟巴菲特学习仓位管理

被忽视的成功投资秘籍

庞浩（@三言九鼎）著

不要让关于“股神”的种种流言蜚语误导了你的投资
寻找巴菲特成功背后的真相，做一名合格的价值投资者



雪球CEO 方三文
北京金石致远投资管理有限公司CEO 杨天南
《低风险投资之路》作者 徐大为
《穿过迷雾》作者 任俊杰
《专注投资》作者 西点老A

联袂推荐

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和聪明的投资者一起学习投资

跟巴菲特学习仓位管理

被忽视的成功投资秘籍

不要让关于“股神”的种种流言蜚语误导了你的投资
寻找巴菲特成功背后的真相，做一名合格的价值投资者

庞浩（@三言九鼎）著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
·北 京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开



图书在版编目（CIP）数据

跟巴菲特学习仓位管理：被忽视的成功投资秘籍／庞洁著．
北京：中国经济出版社，2017.7
ISBN 978-7-5136-4743-4
Ⅰ.①跟… Ⅱ.①庞… Ⅲ.①巴菲特（Buffett，Warren 1930-）—投资—经验
Ⅳ.①F837.124.8
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 111049 号

责任编辑 燕丽丽 彭 欣
责任印制 巢新强
封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京力信诚印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开　　本 710mm×1000mm 1/16
印　　张 19.75
字　　数 258 千字
版　　次 2017 年 7 月第 1 版
印　　次 2017 年 7 月第 1 次
定　　价 56.00 元
广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68355416 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

屡屡犯错却能最终胜出的投资奥秘

“6·18”这一天，我在“桨声灯影里的秦淮河”畔，与一群一见如故的读者相聚。此前一天，在厦门与吴晓波频道举办了读书会。抽空专门去了一趟厦大，那是我二十年前对厦门仅有的依稀印象。毕业离别之际，成群的年轻人在校园留影、在食堂齐唱同一首歌，令人仿佛回到了纯真年代。往来的过客恍然之间内心若有感动的话，多是因为这音乐、这画面也承载着自己曾经的青春。

距厦门不远的另一个城市，素昧平生的庞浩先生邀请我为他的新书写一篇序言，书名是《跟巴菲特学习仓位管理》。市面上关于巴菲特的书籍虽不至于汗牛充栋，但也数以百计，再多一本，是否会有新意？

作者并非财经专业出身，但对投资却有执着的热爱。在通读各种关于巴菲特的书籍之后，发现市面流传的关于巴菲特的故事多有不实之处，既有恶意的诋毁、也有善意的谎言。

对此，作者决定通过自己的努力，去伪存真，寻求真相。经过多方面的搜集资料、阅读思考，包括查阅美国证券交易委员会（SEC）备案的伯克希尔公司季度、年报，秉承“实事求是、原汁原味”两大原则，在保持资料信息准确性前提下，逐渐成文，终成此书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们总结巴菲特的成功，或说是“长期持股”，或说“安全边际”，或说找到“超级成长明星股”等，作者通过分析后认为巴菲特除了“进攻”之外，还有一套“防守”体系，包括五个环节：买什么、何时买、买多少、何时卖、卖多少。总结了巴菲特投资成功的九个字诀：“好标的、好价格、好仓位。”

这个“好仓位”的观点，让我想起了一位年轻读者在读了《20年》一书后的读后感：“杨先生在八年的交易中涉及个股数量仅有76只。其中，盈利卖出的为46只，亏损卖出的为30只。按此比例，他买对股票的概率仅为60%。”那100万怎么就变成了700万呢？

这本关于巴菲特仓位管理的书，与这篇读后感的出发点异曲同工：一个经常犯错误的投资者，为何最终能胜出呢？

这个问题的答案可以解释，为何总是自谦犯错的人却成了世界首富，而那些声称赚了十倍、百倍的人却未能解决问题。

我曾经写过一篇《一项经常“失败”的成功投资》，提到了类似的现象。这种现象背后的原因是“大比例正确、伴随着小比例试错”。以“守正出奇”的观点来解释，就是“正”的部分配置大部资金、以稳为主；“奇”的部分配置小部资金，以期达到“以正合、以奇胜”，守正出奇的目的。只不过，大众出于猎奇心理，往往关注非常之事较多，格外留意了“奇”的部分而已。

今天，庞浩的著作在一定程度上解答了这个问题。能用去一次麦当劳的价钱，得到一个人生疑问的答案，用“物有所值”、甚至“物超所值”来形容恐怕并不过分。

本书分为九章。前三章是过渡章节作为引线，具有史料价值。第四章主要论述仓位管理的作用和地位。第五章从仓位管理的角度重新解读巴菲特的投资。第六、七、八章是本书的高潮部分，主要涉及巴菲特的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓位布局与具体手法等。第九章是关于巴菲特如何在牛熊周期中进行仓位管理。

书中还一些有趣的小话题。例如提到人工智能对于投资的影响，这个话题我近来也经常遇到。另外，对于那些希望提高预测能力的股民，可以参考书中提到的“巴菲特指数”判读股市的高低。

对于书的一些观点，我个人持保留态度，但“君子和而不同”，正如作者当初秉承“尽信书，不如无书”的观点，才有此书的面世。广征博览，才能达到“兼听，以求全景之世界”的效果。

在行文结束之际，随手翻到书的前言，映入眼帘的一段：

“大家都知道巴菲特投资华盛顿邮报赚了100倍，但是，很少有人知道这笔投资一开始就遭遇了四年之久的亏损，期间最大跌幅到达40%。面对如此情况，你将如何抉择?”

这种“先败后胜”的秘密，可以在书中寻找到答案。

杨天南

2017年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

你比巴菲特少了什么？

在当今投资界，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）无疑是最耀眼的明星。在美国他被尊称为“奥马哈先知”（Oracle of Omaha），而在中国他有一个更为传奇的称号——“股神”。作为迄今为止最成功的投资者，巴菲特早已被世人奉若神明。他的追随者不计其数，就连世界首富比尔·盖茨（Bill Gates）都坦言自己是一个不折不扣的巴菲特迷。巴菲特缔造的财富神话激荡着每一个人内心深处最纯粹的成功欲望，感召着无数的投资者前赴后继地投身于资本市场的逐利游戏之中。人人都渴望自己能成为“第二个”巴菲特，人人都渴望自己能像他一样在股市中“点石成金”。不过想要学习和复制巴菲特的成功，你首先必须弄清楚什么才是巴菲特的成功秘诀。坦白地说，对于这个问题至今依然没有完全令人满意的答案。原因之一，就是巴菲特对自己的成功秘诀一直“讳莫如深”。尽管巴菲特的投资业绩无人能出其右，但他本人却从未出版过一本与其投资相关的专著，也从未全面系统地向外界展示过他的投资体系。于是，世人只能通过这位投资大师的蛛丝马迹——无论是他的言语还是文字——来努力还原出一个真实的巴菲特。然而这样一条追寻之路，注定是艰难和曲折的。因为倘若你没有极高的悟性，则几乎无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异于“盲人摸象”，常常会获得许多片面的甚至是错误的认知。

实际上，全世界研究和学习巴菲特的人数以万计，而与巴菲特相关的书籍更是汗牛充栋（其种类之多或许可以申请“吉尼斯”世界纪录）。按理说，巴菲特的各种投资理念和操作策略应该已经被充分地挖掘出来了。他的价值选股、能力圈（不熟不做）、安全边际、公司估值、长期投资……这些被不断地重复“翻炒”的理论和观点，相信大多数人早已烂熟于心。如果说巴菲特的这些策略本身是没有问题的，那么即使他的成功带有一定的运气成分，也必然会有一部分幸运儿能够基于同样的策略获得成功。然而，现实却给了我们当头一棒——数十年过去了，世界上仍旧没有人能复制巴菲特的成功，无数人的努力和梦想被击得粉碎。不少和巴菲特一样信奉价值投资和长期持有的投资者，一如既往地亏损或深度套牢。与之相比，巴菲特叱咤股坛60余载却只有2年出现过亏损。为何二者的差别会如此之大呢？这让我们不得不反思，究竟是什么让我们的成功变得如此艰难？到底是我们研究得不够仔细，还是思考得不够深入？到底是学艺不精，还是认知出现了偏差？

长期不断的思考让我开始触摸到投资的本质，并逐渐对复制巴菲特失败的原因有了更深刻的理解。事实上，对于这种“群体性失败”的结局只有一种合理的解释：那就是我们缺少了某些影响成功的关键因素。那么，我们与巴菲特到底差在哪里呢？在回答这个问题之前，有必要先回顾一下我们目前的学习状况。客观来讲，导致我们无法学习和复制巴菲特成功的根源并非是个人不够努力，而是在于我们可能一开始就选错了方向。我们总是习惯于相信巴菲特已经告诉我们的，却很少思考巴菲特还有什么没有告诉我们。一直以来，我们几乎从来没有从一个职业投资人的视角来完整地审视巴菲特的交易体系。对，从来没有！我们只是习惯性地强调——巴菲特是如何选择超级明星股，如何推崇长期持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有，如何坚守能力圈……然而，仅靠这些却并不能让你像巴菲特一样横扫股市、穿越牛熊。

当然有人肯定会问，难道巴菲特不是靠这些获得成功的吗？当然是，但并不全是。从理论上来说，买入“超级明星股”并长期持有无疑是最好的投资选择——既省心又省力。然而在实际交易中，你所需要面对的却远没有想象中的那样简单。首先，你是否能百分之百地确定你所选的股票一定是“超级明星股”。实际上，巴菲特看走眼的股票也不在少数，他也不能保证百分之百的成功。既然连“股神”都无法完全确保，你又有几分把握呢？其次，你能确定你选择的“超级明星股”将上涨多少倍，是1倍、5倍、10倍、还是100倍？很显然，没有人能预测未来股价究竟会涨多少。最后，当你买入了自己精心挑选的“超级明星股”，你能忍受自己在多长时间内遭遇亏损或者不赚不赔？我们都知道巴菲特通过投资华盛顿邮报这只股票获得了超过100倍的回报率，却很少有人知道这笔投资一开始就遭遇了长达4年之久的亏损，期间的最大亏损幅度高达40%。我们不妨设想一下：如果面对类似的情况，你将如何抉择？对待这种长时间的巨幅亏损，你其实只有两种选择——“忍痛割肉”或“坚守死扛”。如果你选择前者，后面100多倍的收益就不要想了；如果你选择后者，在饱受连续4年亏损的“折磨”之后，你还会坚信自己手中持有的是“超级明星股”吗？恐怕大多数人则是在股票回本解套后，像“送瘟神”一般将其迅速脱手。因此对于投资而言，仅仅靠寻找所谓的“超级明星股”或“大牛股”是远远不够的，更不能“很傻很天真”地认为“只买不卖”或“长期持有”就一定能够成功，这都属于典型的只见树木不见森林。也正因为如此，大部分人即使挑到了“超级明星股”也根本拿不住。那你肯定会问：巴菲特又为什么能够拿得住呢？原因很简单，因为他根本就没有经受过亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损的“折磨”。在1973年至1976年这四年里，尽管巴菲特投资华盛顿邮报被深度套牢，但他执掌的伯克希尔·哈撒韦公司却并没有遭遇亏损，这四年间公司的整体收益率分别为4.7%、5.5%、21.9%、59.3%。

读到这里，聪明的你应该明白你比巴菲特缺少什么了吧？对，是投资的“防守”能力，它将决定一个投资者在市场上能“活”多久。因为一个投资“防守”能力很弱的人，会被市场轻而易举地击倒。正如美国拳王阿里的恩师安吉洛·邓迪（Angelo Dundee）曾经说过的：“如果你不能躲过那些重拳，就会被击倒。”然而令人遗憾的是，我们向来都只关注巴菲特是如何“进攻”的，却忘了学习他是如何“防守”的。如果你去翻一翻目前市面上有关巴菲特的书籍，就会意识到原来我们几乎所有的目光都只停留在关于巴菲特如何“进攻”的两个问题上——“买什么”和“何时买”。巴菲特的价值选股和不熟不做，就是在明确该“买什么”；而公司估值与安全边际，则是在确定该“何时买”。然而想要在投资上获得成功，仅仅知道该如何“进攻”是远远不够的。一个完整的投资“攻防”体系，应该包括5个环节——买什么？何时买？买多少？何时卖？卖多少？对于“何时卖”这个问题，不少书籍只是简单地重复巴菲特“长期投资”的忠告，诸如“我们最喜欢的持股时间是永远”。但如果你真的相信巴菲特只买不卖，则表明你对他一点也不了解。实际上，巴菲特卖出过的股票并不在少数，就连他曾经宣称将“终生持有”的四只股票——可口可乐、华盛顿邮报公司、政府雇员保险（GEICO）、大都会/美国广播公司，都有一半已经被他抛售了，现在只剩下可口可乐和GEICO保险。至于其他一般性的股票，那就更不用说了。而对于“买多少？”和“卖多少？”这两个问题，不仅巴菲特本人很少谈及，也极少有人探究这两个看起来似乎“无足轻重”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题。但恰恰是这两个被我们长期忽略的问题，暴露了我们对巴菲特认识的局限性，并成为限制我们认识巴菲特投资体系的最大“短板”。

假设你和巴菲特同时买入可口可乐和富国银行的股票并一直持有到现在，那么你们收益率的高低就只取决于一个因素——最初“买了多少”。如果巴菲特两只股票的建仓比例是7:3，而你的建仓比例是3:7，你们之间的差距就会立马显现出来。当然，这还只是单从“买多少”这一个角度来分析。如果再加上“卖多少”这个环节，你和巴菲特之间的差距就会变得更大。

若是将股票数量增加到10只，尽管你依然和巴菲特持有一样的股票，但实际上你们之间的买卖仓位比例已经完全不在同一个层次上了。

倘若进一步将涉及的范围扩大到股票、债券、现金等价物、金融衍生品等不同类型的投资标的上，你们各自买卖的仓位比例都会变得更加复杂且大相径庭。而这些仓位比例上的细微差别，最终造就了你与巴菲特投资业绩之间的天壤之别。

由此可见，你并非一定是在专业知识、价值选股、安全边际等方面比巴菲特差多少，更可能是在仓位管理上比他“棋差一着”。而仓位管理的好坏，则直接决定着你投资“防守”能力的强弱。如果将“买什么？何时买？买多少？何时卖？卖多少？”这5个问题进一步凝练，就可以归纳出巴菲特投资成功最重要的三大要素：好标的、好价格、好仓位。

“好标的”——其实就是在回答“买什么”。当然，不同的投资者对这一问题会有不同的答案。以股票投资为例，巴菲特代表的价值投资者其判断“好标的”是基于一家公司的基本面，而技术分析派投资者眼中的“好标的”则是符合某种图表形态的股票。

“好价格”——则是在回答“何时买？”与“何时卖？”两个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一项成功的投资不仅要以一个好的价格买入，同时也得以一个好的价格卖出。

“好仓位”——则是在回答“买多少?”与“卖多少?”两个问题。买入过多，则风险过大；买入太少，则收益太低。而如何平衡好投资的风险与收益，正是仓位管理的精髓所在。

时至今日，“好标的”与“好价格”这两大投资要素已经有诸多的文章和书籍给予了充分的研究和探讨，因此本书将不再重复。本书的目的是要带领你认识和理解巴菲特投资世界的“第三极”——好仓位，并试着从仓位管理的角度来重新解读巴菲特的投资行为。而为了防止在解读过程中出现偏差，我们再也不能像以前那样只是孤立片面地看待巴菲特交易行为的某一个方面，而应该将“好仓位”与“好标的”“好价格”，甚至是“好心态”系统性地结合起来。

所谓“好心态”，就是投资者自身的心理状态以及情绪控制，是投资交易各环节中最主观化的因素。国际交易心理学大师范 K. 撒普（Van K. Tharp）博士，在他撰写的《通向财务自由之路》一书中谈道：“当谈论对交易而言什么最重要时，我一般认为它涉及三个领域：心理状态（Psychology）、仓位管理（Position Sizing）以及系统开发（System Development）。大多数人都只强调系统开发，而忽视了其他两个领域。而经验老到的投资者则认为三个方面都很重要，但心理状态最为重要（约占 60%），其次是仓位管理（约占 30%），而系统开发则是最不重要的（只占 10%）。”撒普博士所说的系统开发，其实就是大多数交易者一直津津乐道的选股与择时策略，也就是我们前面谈到的“好标的”与“好价格”。换句话说，让我们乐此不疲的系统开发——无论是价值投资、还是技术分析，抑或是量化交易以及其他交易策略，其实并没有我们想象的那么重要。不过现实情况却是，无论是华尔街还是国内投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界，交易者90%以上的注意力几乎都放在了选股与择时策略上，对仓位管理和心理状态的关注可能不到10%。而实际效果却恰恰相反，我们给予了最多关注（超过90%）的选股与择时策略却只发挥了10%的作用，可以说与投资业绩并无太多的相关性；而极少被关注（少于10%）的心理状态和仓位管理却发挥着90%的作用，基本上起着决定性的作用。

这一颇具讽刺意味的不均衡关系却与著名的“二八法则”非常吻合，即我们非常关注的大多数因素只能起到很少的作用，而那些被我们忽视的少数因素却起到了决定性的作用。虽然我们无从得知巴菲特在交易时的心理状态究竟如何，但我们唯一可以肯定的是——任何投资者的心理状态实际上已经融入并体现在他的持仓变化之中。也就是说，巴菲特的仓位管理行为实际上已经包含了他的心态因素，它本身就是一种“有灵魂”的仓位管理。因此，我们在学习巴菲特的仓位管理之道时，不应该只是简单地模仿和复制其投资仓位的比例，而应该透过其仓位布局来理解和参悟巴菲特在各种市场环境下对风险的防控之道。

投资是一项风险与收益并存的活动，而科学合理的仓位管理则能让你在考虑获利的同时尽量规避风险。许多投资者之所以会失败，正是因为他们的投资往往只考虑回报却忽略了风险，甚至根本没有仓位管理和风险防控的意识。最终的结局当然是不言自明，你忽略了市场风险，你也终将被市场风险所“忽略”。与大多数投资者相比，巴菲特的“过人之处”在于——他不仅是一位擅长选股和估值的大师，更是一位深谙仓位管理之道并在实际投资中将其运用到极致的绝顶高手。如果将巴菲特看作是“领兵打仗的将军”，那么仓位管理则是其投资的行军“路线图”——如何进攻，如何防守；如此进场，如何退出；如何加仓，又如何减仓。这些看似简单而又平淡无奇的交易步骤往往是最容易被忽略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，却又是最不应该被忽略的。因为巴菲特对于收益和风险的权衡之道，其实就体现在他的一买一卖之间。研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解为什么有些资产他会长期持有，而有些投资则选择短期参与；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特为什么既强调集中下注，却又从来不满仓下注；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特为什么既投资股票，又参与投资白银、金融衍生品等；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特整体的投资理念和思路……当你彻底了解了巴菲特的仓位管理艺术之后，你就能真正懂得如何在保本的前提下安全地追求长期稳健的投资利润。如果您也希望自己达成这一目标，那么这本书正是你所想要的。

庞　浩

雪球 ID：三言九鼎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第一章　麒麟之才 /1

股市“不倒翁”/3

巴菲特的11家合伙公司 /8

资本帝国：伯克希尔·哈撒韦 /14

站在巨人的肩膀上 /26

第二章　谁与争锋 /31

不堪一击的“市场”先生 /33

“股神”的下一个对手 /38

青出于蓝却无法胜于蓝 /42

“中国门徒”的落败 /47

第三章　何以解忧 /51

耐得住寂寞，守得住繁华 /53

投资成功的基石 /58

狷介之士 /62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浮存金：成功的终极秘密？/67
投资的奥义 /72

第四章　股市长寿诀 /77
伟大投资者的必备特质 /79
君子不立于危墙之下 /84
想要学会打人，必先学会挨打 /88
投资体系的盲区 /93
最后一道防线 /98

第五章　初识，再识 /105
神奇的二八法则 /107
越简单，越难 /113
艺术之魂 /117
巴菲特的 A、B 面 /121

第六章　巴菲特的“炼金术”/127
手里有粮，心里不慌 /129
鸡生蛋，蛋生鸡 /133
开源节流 /139
排兵布阵 /144
稳守江山 /150

第七章　例不虚发 /159
非常之道 /161
独门暗器之一：套利 /166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独门暗器之二：特殊类型债券 /175
独门暗器之三：特殊类型股权 /187
独门暗器之四：现货白银 /197
独门暗器之五：金融衍生品 /202

第八章 “下注手法” /219
保住本金 /221
不要孤注一掷 /224
何为“集中下注”？/229
不轻易下注 /234
如何概率制胜？/239

第九章 穿越牛熊 /245
生于熊市，成于熊市 /247
置之死地而后生 /251
价值向左，技术向右 /258
急流勇退 /270
该出手时就出手 /275

结束语 /283
后记 /289

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
麒麟之才

盖世必有非常之人，然后有非常之事；有非常之事，然后有非常之功。非常者，固常人之所异也。

——《史记·司马相如列传》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

沃伦·巴菲特是世人眼中无可争议的“股坛常青树”。在60余年的投资生涯中，他取得了远超同期市场的高额回报，并创造了一个投资界的“不老神话”。他不仅通过股票投资赚取了人生的第一桶金，也让自己提前实现了“35岁之前成为百万富翁”的儿时梦想。步入财务自由的巴菲特在投资这条道路上越走越远，并最终缔造了一个庞大的金融帝国——伯克希尔·哈撒韦。而他之所以能取得如此非凡的成就，是因为他在学习投资的道路上博采众长、融会贯通，并做到了兼收并蓄、自成一家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现财务自由是每一位投资者进入资本市场的原动力，“股神”当然也不例外。巴菲特在11岁的时候就已经意识到“钱可以让我独立，然后我就可以用我的一生去做我想做的事情。而我最想做的事情就是为自己工作。我不想让别人主导我。每天做自己想做的事，这对我来说非常重要”，并宣布自己要在35岁之前成为一名百万富翁。最终，巴菲特的“伟大抱负”提前实现了，而他日后所取得的成就也远远超过了儿时的梦想。

股市“不倒翁”

沃伦·巴菲特被誉为“有史以来最伟大的投资者”，而更多的人则尊称他为“股神”，可见其在投资者心目中地位之高。巴菲特最为世人所称道的，就是他数十年如一日地秉持着“价值投资”的理念，创造了一个又一个辉煌战绩。在六十余年的投资生涯中，他不仅赚得了富可敌国的个人财富，还创造了纯粹依靠投资跻身世界首富的传奇。在过去52年（1965—2016年）的时间里，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司，其每股账面价值由1965年的不足20美元，激增至2016年的172108美元，增长了8800多倍。在这期间，伯克希尔·哈撒韦公司的股价涨幅更加惊人，在52年的时间里录得了近20000倍的涨幅。也就是说，如果你在1965年买了1万美元伯克希尔·哈撒韦公司的股票，那么到2016年，你就能坐拥近1.97亿美元的财富！因此，有人曾风趣地说，“如果有谁在50年前选择追随巴菲特，谁就坐上了发财的火箭”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 伯克希尔公司与标准普尔 500 指数历年业绩的对比 （单位:%）

年	伯克希尔的每股账面价值	伯克希尔的每股市场价值	标准普尔 500 指数（包括股息）
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	-3.4	-11.7
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	-8.4
1970	12.0	-4.6	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	-2.5	-14.8
1974	5.5	-48.7	-26.4
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	-7.4
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	-5.0
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	-2.7	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	-23.1	-3.1
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	伯克希尔的每股账面价值	伯克希尔的每股市场价值	标准普尔500指数（包括股息）
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	-19.9	21.0
2000	6.5	26.6	-9.1
2001	-6.2	6.5	-11.9
2002	10.0	-3.8	-22.1
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	-9.6	-31.8	-37.0
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	-4.7	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	-12.5	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
年复合收益率	19.0%	20.8%	9.7%
总收益	884319%	1972595%	12717%

在执掌伯克希尔·哈撒韦公司的52年间，巴菲特创造了高达19.0%的年复合增长率，远超同期美国标普500指数年均9.7%的增长率（标普500指数的同期涨幅约127倍）。更值得一提的是，公司在52年之中有7年超越标普指数20个百分点以上，仅有2年出现过亏损：一次是在网络科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技股泡沫破灭的2001年，公司亏损了6.2%，但仍然跑赢标普500指数5.7个百分点；另一次是在爆发百年一遇金融危机的2008年，公司仅亏损9.6%，跑赢标普500指数27个百分点。与之相比，当时很多投资机构的亏损高达60%以上，破产的投资者也是比比皆是。

的确，一个人想要在变幻莫测的资本市场上取得一两次的成功或者一两年的盈利可能并不难，但若想永远保持骄人的战绩、永远立于不败之地，却不是常人所能企及的境界。然而，巴菲特却做到了这一点——历经了半个多世纪的风风雨雨，依旧屹立不倒，成为名副其实的股市“不倒翁”。

沃伦·巴菲特生平简介

中文名：沃伦·E. 巴菲特　　**英文名：**Warren E. Buffett

国籍：美国　　**出生日期：**1930年8月30日

血型：AB型　　**星座：**处女座

主要成绩：多年雄居全球富豪榜前三甲

个人财富：742亿美元（2016年末）

工作单位：伯克希尔·哈撒韦公司

毕业院校：宾夕法尼亚大学、内布拉斯加大学林肯分校、哥伦比亚大学

个人履历：

1930年，沃伦·巴菲特出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。

1941年，沃伦·巴菲特宣布自己要在35岁之前成为百万富翁。同一年，巴菲特购买了3股城市服务公司（Cities Service）的股票，这是巴菲特人生中的第一只股票。

1947年，沃伦·巴菲特进入宾夕法尼亚大学攻读财务和商业管理。

1949年，沃伦·巴菲特转到了内布拉斯加大学林肯分校，并从该校毕业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1950 年，沃伦·巴菲特考入哥伦比亚大学商学院攻读硕士学位，师从投资大师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）。

1951 年，沃伦·巴菲特以 A + 最高分从哥伦比亚大学金融系毕业。

1952 年，沃伦·巴菲特和苏珊·汤普森（Susan Thompson）结婚。

1953 年，沃伦·巴菲特与父亲霍华德·巴菲特（Howard Buffett）成立了他人生中第一个有限合伙公司——巴菲特－巴菲特合伙公司（Buffett & Buffett Partnership）。

1954 年，沃伦·巴菲特进入导师本杰明·格雷厄姆的格雷厄姆－纽曼公司（Graham – Newman Corporation）工作。

1956 年—1961 年，沃伦·巴菲特回到家乡奥马哈创业，先后创建了 10 家有限合伙公司。

1962 年，巴菲特将 11 家合伙公司合而为一，即“巴菲特合伙有限责任公司（Buffett Partnership，Ltd. ）”。

1964 年，巴菲特的个人财富达到 400 万美元，而他掌管的资金已高达 2200 万美元。

1965 年，巴菲特完成了对伯克希尔·哈撒韦公司的收购。

1968 年，巴菲特掌管的资金突破 1 亿美元。

1969 年，巴菲特宣布“隐退”，并解散了巴菲特合伙有限责任公司。

1970 年，巴菲特正式任命自己为伯克希尔·哈撒韦公司董事会主席兼 CEO。

2006 年，巴菲特宣布将捐出总价高达 370 亿美元的个人财富用于慈善事业。

2007 年，巴菲特被美国《时代》杂志评为世界最具影响力的 100 位人物之一。

2008 年，巴菲特被《福布斯》杂志评为世界上最富有的人。

2011 年，巴菲特获得了象征美国最高平民荣誉的自由勋章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的 11 家合伙公司

巴菲特是如何掘取第一桶金的，这个问题始终让我们兴趣盎然。长期以来，投资界流传着这样一个以讹传讹的“说法”——巴菲特仅仅靠 100 美元起家，从无到有、从小到大，最终赚得了数百亿美元的身家。这种观点无非是许多文章或书籍为了博人眼球，有意夸大而为之，其目的不言自明！那么巴菲特的第一桶金究竟从何而来，他真的是靠 100 美元起家的吗？当然不是。下面我们就来聊一聊巴菲特的“发家史”。

从父子店开始

在接触到格雷厄姆的价值投资之前，巴菲特的投资基本上是小打小闹、可以忽略。1950 年，巴菲特刚进入哥伦比亚大学攻读研究生时，全部的身家还不到 1.3 万美元，包括米勒奖学金提供的 500 美元、巴菲特父亲给的毕业礼物——2000 美元，以及巴菲特自己积攒的 9803.7 美元。1951 年，巴菲特在研究生毕业时向导师格雷厄姆毛遂自荐，希望能到格雷厄姆的合伙公司——格雷厄姆 - 纽曼公司工作，却被格雷厄姆一口拒绝了。于是，巴菲特只能回到家乡奥马哈以谋求发展。到 1951 年底时，巴菲特的全部身家已有 19738 美元。1953 年，沃伦·巴菲特的父亲霍华德·巴菲特结束了国会议员的任期，从纽约回到奥马哈。无事可做的霍华德想重操旧业——再次干回股票投资的老本行。沃伦便和父亲成立了自己人生中的第一家合伙公司，取名叫“巴菲特 - 巴菲特合伙公司”。这个公司的资金主要来源是他的父亲霍华德，沃伦只是象征性地出资少许。有限合伙公司是美国私募基金和投资管理公司的主要组织形式，当时的父子合伙公司、兄弟合伙公司非常流行，其中最著名的就是所罗门兄弟合伙公司（Salomon Brothers）。

尽管巴菲特一直在尽心尽力地打理着自己的第一家合伙公司，然而此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的他却“另有打算”——他依然渴望能在实际交易中继续跟随格雷厄姆多学一些“真本事”。为了争取机会，他一直与格雷厄姆保持书信往来。1954 年，格雷厄姆最终同意聘用巴菲特到他的合伙公司——格雷厄姆 - 纽曼公司工作。于是，巴菲特再次来到纽约跟随格雷厄姆边工作边学习，就这样度过了两年的时光。在格雷厄姆 - 纽曼公司，巴菲特不仅学到很多课堂上学不到的投资方法，也将他自己的个人资产增加至约 17.4 万美元。而凭借这笔钱和他此时的投资能力，巴菲特其实已经能够安安稳稳地实现“35 岁时成为百万富翁”的梦想——这是他在 11 岁时就为自己立下的人生目标。1956 年春，格雷厄姆 - 纽曼公司的两位合伙人——本杰明·格雷厄姆和杰瑞·纽曼同时宣布准备退休。于是，沃伦·巴菲特再次回到家乡奥马哈继续他自己的创业之旅。

独自起航

1956 年 5 月 1 日，巴菲特从亲朋好友那里筹集了 10.5 万美元成立了第二家合伙公司——巴菲特联合有限责任公司（Buffett Associates，LTD.），其中巴菲特出资 100 美元。而除了出资 100 美元的巴菲特，巴菲特联合公司的合伙人还有 7 位。这 7 位合伙人都是巴菲特的至亲好友，其中威廉·H. 汤普森（William H. Thompson）是巴菲特的岳父，多丽丝·B. 伍德（Doris B. Wood）和杜鲁门·S. 伍德（Truman S. Wood）是巴菲特的亲姐姐和姐夫，艾丽丝·R. 巴菲特是沃伦·巴菲特的姑姑，查尔斯·E. 彼得森（Charles E. Peterson）和丹·J. 莫奈（Daniel J. Monen）是沃伦·巴菲特的好友，伊丽莎白·B. 彼得森（Elizabeth B. Peterson）是巴菲特好友查尔斯·E. 彼得森的母亲。沃伦·巴菲特和这 7 位亲朋好友签订了一份合伙协议，创业之路由此展开。

有限合伙公司的“收费标准”是：如果投资收益高于 4%，除去营业支出后的一半收益归巴菲特；如果投资收益低于 4%，则巴菲特只取四分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之一。很显然，采取这样的收益分配方式会产生一个问题：如果收益低于4%，则根本无力向有限合伙人支付每年4%的利息。巴菲特的解决办法是：先取出收益中属于自己的那1/4部分，用于支付各项营业支出、维持公司正常运转，剩下的收益则作为利息先行发放，不足的利息部分则在下一年的收益中最先计提，以此类推。如果不赚不赔或者遭遇亏损，则意味着巴菲特不仅拿不到一分钱，还得自己垫钱负责公司的各项运营支出。因此，根据这一“收费标准”，巴菲特每年必须获得高于4%的收益才能“有利可图”。

与当今私募基金界通行的收费模式（2%的管理费+20%的提成）相比，巴菲特合伙公司的收费无疑更为昂贵——收益高时提成可达50%，收益低时也有25%。然而，这仅仅只是表面现象。如果你仔细分析一番就会发现，其实权利最终是和义务相匹配的。巴菲特在获取高比例收益分成的同时，也承担着更多的亏损赔偿义务。

根据协议的约定，巴菲特不得再额外收取管理费和其他费用，相反，还要承担公司全部的营业支出，其中一项就是以合伙公司年末的资本账户余额为基数，每年向有限合伙人支付4%的利息。换句话说，即使投资遭遇了亏损，这些合伙人每年也至少可以获得4%的保底收益，而巴菲特自己则是要亏钱的。一旦投资失败，巴菲特还需要对亏损承担无限的责任。如果亏损金额超过巴菲特在该合伙公司中所拥有的全部资产——他入伙时的100美元加上后期赚得的所有收益分成，他就不得不动用自己17.4万美元的家庭资产进行赔偿。而为了向有限合伙人表明自己“一赔到底”的信心和决心，巴菲特选择将自己所有的收益分成进行资产“质押”——他将赚得的收益分成又全部再投入到合伙公司中，以提高自己在合伙公司中的股权份额占比。巴菲特的投资业绩越好，他赚得的收益也就越多，他在合伙公司中的股权份额占比也就越高。由此可见，巴菲特实际上为有限合伙人的投资设置了“双保险”：一是将自己赚的所有收益分成继续投入合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司中作为资产担保，二是以自己的家庭资产作为赔偿的坚实后盾。

逐步扩大

1956 年 9 月 1 日，霍默·道奇（Homer Dodge）夫妇出资 12 万美元“入伙”巴菲特的合伙公司，但道奇夫妇与巴菲特约定：巴菲特只能拿走 25% 的收益。相应地，如果发生亏损，巴菲特的赔偿额度自然也会更小——只以巴菲特在合伙公司中的全部资产为限，即只限于巴菲特最初的 100 美元以及后期赚得的所有收益分成。很显然，这种收益分配方式对巴菲特更为有利。因为此时所有合伙人的出资已高达 22.5 万美元，超过了巴菲特 17.4 万美元的全部身家。如果依然采用先前的方法，一旦投资失败，则意味着巴菲特将陷入“家庭破产”的危险境地。

第二家合伙公司成立不久，沃伦·巴菲特的父亲霍华德任国会议员期间的秘书——约翰·克利里（John Cleary），意外地看到了巴菲特联合公司的法律文书。他询问了沃伦·巴菲特一些细节，便毅然决定与巴菲特联手创业。1956 年 10 月 1 日，克利里出资 5.5 万美元与巴菲特创立了第三家合伙公司，并依据二人姓氏的首写字母将公司命名为 B－C 有限公司（B－C，Ltd.）。B－C 公司采用的收益分配和赔偿标准，与第二家合伙公司完全相同。

1957 年 6 月，巴菲特好友查尔斯·E. 彼得森的母亲伊丽莎白·B. 彼得森又出资 8.5 万美元与巴菲特成立了第四家合伙公司，命名为安德伍德（Underwood）。加上在第二家合伙公司中的投资金额，伊丽莎白·B. 彼得森已经在巴菲特身上“押注”了 11 万美元。到了 1961 年，B－C 公司也并入了安德伍德公司。

1957 年 8 月 5 日，美国名医埃德温·戴维斯（Edwin Davis）夫妇和他们的 3 个孩子出资 10 万美元与巴菲特共同创建了第五家合伙公司——Dacee。收益分配和赔偿标准与道奇夫妇相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1958 年 5 月 5 日，好友丹·J. 莫奈出资 7 万美元又与巴菲特创建了第六家合伙公司——Mo - Buff。

1959 年 2 月，来自奥马哈最显赫家族的凯珀（Cap）、约翰（John）以及威廉·格伦（William Glenn）一起出资 5 万美元，与巴菲特共同创建了第七家合伙公司——Glenoff。

根据美国的法律，此时巴菲特的身份是投资顾问，他可以合法地拥有 100 个合伙人，且无须向美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）登记备案。在已成立的 7 家合伙公司中，巴菲特总共出资 700 美元——7 家公司，每家只投了 100 美元。他并没有将自己 17.4 万美元的“家产”放在任何一家合伙公司中，而是将这笔钱单独进行投资，以提高自己的风险担保实力。

由于巴菲特的投资业绩斐然，名气也是一传十、十传百。到了 1960 年，资金便开始像潮水般涌向巴菲特。1960 年 8 月 15 日，比尔·安琪（Bill Angle）夫妇联合了 10 位医生共同出资 11 万美元与巴菲特创建了第八家合伙公司——Emdee。同年，巴菲特又创建了两家合伙公司，一家叫安投资（Ann Investments）公司，合伙人是奥马哈另一个显赫家族的成员伊丽莎白·史托斯（Elizabeth Storz）；另一家公司叫 Buffet - TD，合伙人是奥马哈服装店主玛蒂·托普（Mattie Topp）的家族成员。到 1960 年底，巴菲特已累计赚得 243494 美元的收益分成，这意味着他在所有合伙公司中的股权份额占比已高达 13%。当然，那些合伙人对巴菲特的赚钱能力不仅相当高兴，而且非常痴迷。

第一个“小目标”顺利实现

1961 年 5 月 16 日，巴菲特 - 霍兰德（Buffett - Holland）合伙公司成立，这是巴菲特人生中的第十一家、也是最后一家合伙公司。这家公司的合伙人是迪克·霍兰德（Dick Holland）和玛丽·霍兰德（Mary Holland），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们是巴菲特通过好友丹·J. 莫奈介绍认识的。随着第十一家合伙公司的成立，巴菲特管理的资金也接近400万美元，投资合伙人也超过了100人。1962年1月1日，巴菲特将11家合伙公司正式合并，并命名为巴菲特合伙有限责任公司（Buffett Partnership, Ltd.）。此时，合伙公司拥有的净资产高达720万美元，其中有100万美元是属于巴菲特个人的。32岁不到的巴菲特，最终提前实现了他“在35岁时成为百万富翁”的人生目标。

由于新的投资合伙人不断涌入，以往那种单一的利润分配机制已不能满足不同合伙人的需求。于是，巴菲特按照“保底收益越高，则利润分配越低”的总原则，重新制定出三种利润分配方案（见表1-2）。

表1-2 巴菲特合伙公司的三种利润分配方案

附息	普通合伙人	有限合伙人
6%	1/3	2/3
4%	1/4	3/4
无	1/6	5/6

到1968年底，巴菲特合伙公司的合伙人已经超过300人，管理的资金超过1亿美元。而在合伙公司成立的12年间，巴菲特为合伙人带来近10倍的回报。1969年，巴菲特开始担忧股票市场过热，再加上想加入合伙公司的人也越来越多，他开始越来越厌倦作为合伙公司管理者所面临的压力。他感叹道：“我开始不适应这个市场环境了，我不想因为努力去玩一个我无法理解的游戏而破坏相当好的（投资）记录。”最终，巴菲特宣布自己将在年底退休，并在1970年初正式解散合伙公司。从此，有限合伙公司正式退出了巴菲特的人生“舞台”，取而代之的便是著名的伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）公司。

表1-3 巴菲特合伙公司的历年业绩

年	投资回报率（%）
1957	10.4
1958	40.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	投资回报率（%）
1959	25.9
1960	22.8
1961	45.9
1962	13.9
1963	38.7
1964	27.8
1965	47.2
1966	20.4
1967	35.9
1968	58.8
1969	6.8
年平均收益率	30.4

回顾巴菲特的创业历程，我们基本可以确定两个事实。第一个事实是，巴菲特并非是靠着区区100美元白手起家的。他在1956年再次回到奥马哈时，已经拥有17.4万美元的身家。另一个事实是，巴菲特的第一桶金的确是他通过管理合伙制投资公司而赚得的。而为了提高投资的安全性，巴菲特在管理合伙公司时，始终将“个人资产”和“公司资产”隔离开来。这两部分资产既互相独立又互相支撑，管理合伙公司的收益越高，可以让巴菲特更快速地积累个人财富，而“个人资产”的规模越大，则意味着巴菲特抵抗风险的能力越强。到1962年时，巴菲特的“个人资产”已经从最初的17.4万美元增长至50余万美元，几乎是每3年翻一番。而巴菲特的创业奋斗史也证明了这样一个道理：对于投资界而言最缺的不是钱，而赚钱的能力。如果你拥有一流的赚钱能力，资金必定会像潮水般向你涌来。

资本帝国：伯克希尔·哈撒韦

投资者和媒体总是习惯于将巴菲特和伯克希尔·哈撒韦混为一谈。尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管巴菲特曾对这种做法给予过严厉的批评，但大众这么认为却并没有什么错。毕竟，伯克希尔·哈撒韦公司是巴菲特经过五十余载的苦心经营才得以做大做强的，而巴菲特本人也将几乎全部的身家都押注在伯克希尔·哈撒韦公司上。但是，伯克希尔·哈撒韦公司并不是巴菲特一手建立的，而是他在年轻时“一气之下”买来的。想要知道巴菲特为何会“意气用事”地买下这家公司，就必须得从伯克希尔·哈撒韦公司的发展历史说起。

从一家纺织企业开始

伯克希尔·哈撒韦公司是由两家公司合并而来，即伯克希尔公司与哈撒韦公司。伯克希尔公司的前身是谷瀑公司（Valley Falls Company）——一家由奥利弗·蔡斯（Oliver Chase）于1839年在罗得岛州创建的纺织公司。1929年，包括谷瀑公司在内的几家纺织公司与创建于1889年的伯克希尔棉纺公司合并，并更名为伯克希尔精密纺织联合公司（Berkshire Fine Spinning Associates）。而哈撒韦公司则是由霍雷肖·哈撒韦（Horatio Hathaway）于1888年在马萨诸塞州建立的纺织企业。第二次世界大战后，哈撒韦公司已成为了美国最大的人造纤维服装衬里生产厂家。1955年，伯克希尔公司与哈撒韦公司正式合并为伯克希尔·哈撒韦纺织制造公司（Berkshire Hathaway Textile Manufacturing Company），拥有14家工厂，12000名工人，总部位于马萨诸塞州的新贝德福德市。然而好景不长，伯克希尔·哈撒韦公司不久便深陷困境，其下属的纺织工厂纷纷倒闭。到巴菲特开始投资这个公司的时候，伯克希尔·哈撒韦纺织公司已经是“江河日下”，只剩下不到一半的工厂。

1962年，巴菲特开始以合伙公司的名义买进伯克希尔·哈撒韦公司的股票，平均每股股价为7美元。至1963年，巴菲特合伙公司已经成为伯克希尔·哈撒韦的第一大股东。事实上，巴菲特当年投资伯克希尔·哈撒韦公司的初衷，并非是为了收购这家濒临倒闭的企业。他原本只是想在买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票之后再转手卖出，以赚取利润。然而在卖出时却因为与买家意见不合，最终使这笔交易的“剧情出现了大逆转”。

1964年，伯克希尔·哈撒韦公司打算回购巴菲特手中的股票。起初，时任伯克希尔·哈撒韦公司总裁的西伯里·斯坦顿（Seabury Stanton）曾向巴菲特口头承诺，将以每股11.5美元的价格进行回购。然而最终西伯里·斯坦顿却“背信弃义”，只愿意出每股11.375美元的价格。此举令巴菲特大为恼火，决定不出售手中的股票，并随即展开了疯狂的“复仇”行动——大量购买伯克希尔·哈撒韦的股票以获得公司的绝对控股权。于是，巴菲特说服了西伯里·斯坦顿的妹婿以及当时伯克希尔公司董事会主席马尔科姆·蔡斯（Malcolm Chase），并购买了他们手中的股票。到1965年5月10日，巴菲特手中已经握有该公司一半的股权。从此，时年35岁的巴菲特正式接掌伯克希尔·哈撒韦公司的“帅印”。

不幸的是，当时的伯克希尔·哈撒韦公司只剩下两家工厂以及2300名工人，财务状况极其糟糕——资产减少了一半多且面临着累积超过1000万美元的净亏损。为了挽救惨淡经营的纺织业，巴菲特任命肯·蔡斯（Ken Chase）担任公司CEO，全权负责经营事宜，而他自己只负责掌管资金。这种管理方式一直持续到巴菲特解散有限合伙公司之后。1970年，巴菲特正式任命自己为伯克希尔·哈撒韦公司的董事会主席，并第一次亲自执笔伯克希尔公司《致股东的信》。当然，尽管如今的伯克希尔·哈撒韦公司已经发展成为一家极为成功的金融集团，但巴菲特对自己当年这次冲动的“复仇”行为——收购伯克希尔·哈撒韦公司——却一直耿耿于怀。他并不认为这是一次成功的投资，反而是自己人生中少有的几大“败笔”。巴菲特在2010年10月18日接受采访时曾表示，当年收购伯克希尔·哈撒韦公司是一个最大的人生失误。如果当年他不投资这家濒临倒闭的纺织企业，而转投一家经营状况良好的保险公司，“公司现在的价值将是伯克希尔·哈撒韦的两倍”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功转型

由于纺织业当时已经成为一个日薄西山的夕阳产业，于是巴菲特从1967年开始将资金逐渐投入到保险、银行和其他领域。到1970年底，伯克希尔·哈撒韦公司的纺织业务利润仅有4.5万美元，而保险和银行业务的收益分别高达210万和260万美元。通过巴菲特的不懈努力，伯克希尔·哈撒韦公司终于在1985年完成了产业转型——公司的纺织业务在这一年全部"寿终正寝"。这一产业转型策略，使得伯克希尔·哈撒韦发生了翻天覆地的变化——从一家濒临破产的纺织企业逐渐蜕变成一个价值数千亿美元的资本巨头。在随后数十年的时间里，巴菲特通过在保险和其他行业进行的一系列战略投资，最终将伯克希尔·哈撒韦公司构建成一个举世闻名的多元化资本帝国。截至2016年底，伯克希尔公司的市值已经超过4000亿美元。在《财富》杂志的世界500强2016年排行榜上，伯克希尔·哈撒韦排名第11位，甚至超过了三星、通用电气、微软等家喻户晓的跨国企业。如今的伯克希尔·哈撒韦已经成为一家规模庞大的超级联合公司——旗下拥有的子公司已接近100家，员工总数超过36万人。根据2016年伯克希尔·哈撒韦公司年报所披露的信息，其附属子公司的业务范围涵盖了保险、餐饮消费、文化传媒、能源交通、金融投资、服装珠宝、房地产、汽车销售、飞机租赁等各个领域，几乎是"无所不包"。

表1-4 伯克希尔·哈撒韦公司旗下的子公司

子公司名称	行业领域
艾可美砖料公司（Acme Brick Company）	建筑
阿达莱特公司（Adalet）	机电
保障性住房合伙公司（Affordable Housing Partners, Inc.）	房地产
AltaLink公司（AltaLink）	电力
Altaquip公司（Altaquip）	机电
应用承保公司（Applied Underwriters）	保险
本·布里奇宝石公司（Ben Bridge Jeweler）	珠宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

子公司名称	行业领域
本杰明摩尔公司（Benjamin Moore & Co.）	涂料
伯克希尔·哈撒韦汽车公司（Berkshire Hathaway Automotive）	汽车经销
伯克希尔·哈撒韦能源公司（Berkshire Hathaway Energy Company，BHE）	能源
BHE 旗下的可再生能源公司（BHE Renewables）	能源
BHE 旗下的美国能源输送公司（BHE U. S. Transmission）	能源
伯克希尔·哈撒韦本州公司（Berkshire Hathaway Homestate Companies）	保险
伯克希尔·哈撒韦专业保险公司（Berkshire Hathaway Specialty Insurance）	保险
伯克希尔·哈撒韦传媒集团公司（Berkshire Hathaway Media Group）	传媒
蓝筹邮票公司（Blue Chip Stamps）	邮票交易
美国船东协会（Boat U. S.）	海事服务
波尔仙珠宝店（Borsheim's Fine Jewelry）	珠宝
布鲁克斯运动（Brooks）	运动服饰
水牛城新闻报（Buffalo NEWS）	传媒
伯灵顿北圣达菲铁路（Burlington Northern Santa Fe Railroad）	铁路运输
美国商业资讯（Business Wire）	信息服务
卡能菲律宾公司（CalEnergy Philippines）	能源
科罗拉多无忧公司（Carefree of Colorado）	能源
中部州保险公司（Central States Indemnity Company）	保险
租船经纪公司（Charter Brokerage）	租船服务
克莱顿家园（Clayton Homes）	房屋建造
克利夫兰木制品公司（Cleveland Wood Products）	木制品
CORT 商业服务（CORT Business Services）	家具租赁
侨太布罗克公司（Chore – Time Brock，Inc.）	畜牧业
冰雪皇后（Dairy Queen，Inc.）	食品
德特力夫·路易斯公司（Detlev Louis）	机械制造
道格拉斯公司（Douglas/Quikut）	能源
费切海默兄弟公司（Fechheimer Brothers Company）	制服生产
飞安国际（Flight Safety）	飞行培训
森林河公司（Forest River）	房车制造
法兰西公司（France Company）	能源
鲜果布衣（Fruit of the Loom）	服饰零售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

子公司名称	行业领域
加兰公司（Garan Incorporated）	童装
捷威承保险销售公司（Gateway Underwriters Agency）	保险
GEICO 汽车保险公司（GEICO Auto Insurance）	保险
通用再保险公司（General Re）	保险
护卫保险集团公司（Guard Insurance Group）	保险
亨氏公司（Heinz）	食品
黑尔斯博格钻石公司（Helzberg Diamonds）	珠宝
海力公司（Halex）	能源
H. H. 布朗鞋业公司（H. H. Brown Shoe Company）	鞋业
美国家政服务公司（HomeServices of America）	房地产中介
智能能源解决方案公司（Intelligent Energy Solutions）	光伏
国际金属切削有限公司（International Metalworking Companies）	金属加工
佳斯迈威公司（Johns Manville）	材料制造
乔丹家具公司（Jordan's Furniture）	家具销售
贾斯汀品牌管理公司（Justin Brands）	鞋帽服饰
克恩河天然气公司（Kern River Gas）	能源
柯比公司（Kirby）	海洋运输
拉尔森－居尔公司（Larson－Juhl）	画框制造
路易斯－摩托 & 休闲公司（Louis－Motorcycle & Leisure）	摩托车制造
路博润公司（Lubrizol）	化工
路博润特种化工公司（Lubrizol Specialty Products，Inc.）	特种化工
怡口母集团公司（The Marmon Group）	多元化工业
麦莱恩公司（McLane Company）	批发商
医疗防护保险集团公司（Medical Protective Group）	保险
Metalogic 检测服务公司（Metalogic Inspection Services）	工程检测
中美洲能源公司（MidAmerican Energy）	能源
迈铁公司（MiTek Inc.）	建筑
国民保险公司（National Indemnity Company）	保险
国民火灾及海事保险公司（National Fire & Marine）	保险
内布拉斯加家具卖场（Nebraska Furniture Mart）	家具销售
奈特捷（NetJets）	飞机租赁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

子公司名称	行业领域
北方天然气公司（Northern Natural Gas）	能源
北方电网公司（Northern Powergrid）	电力
内华达能源公司（NV Energy）	能源
东方贸易公司（Oriental Trading Company）	玩具销售
太平洋公司（PacifiCorp）	能源
欢乐厨妇（Pampered Chef）	厨具销售
美国精密铸件公司（Precision Castparts Corp.）	机械制造
精密钢铁仓储公司（Precision Steel Warehouse，Inc.）	金属材料
R. C. 威利家具公司（R. C. Willey Home Furnishings）	家具销售
Richline 集团公司（Richline Group）	珠宝
罗素公司（Russell Corp.）	运动服饰
司考特·费泽公司（Scott Fetzer Companies）	多元化工业
喜诗糖果（See's Candies）	食品
肖氏工业集团（Shaw Industries）	地毯制造
斯特尔公司（Stahl）	皮革加工
世达家具公司（Star Furniture）	家具销售
TTI 公司（TTI，Inc.）	电子销售
联合消费者金融服务公司（United Consumer Financial Services）	金融
美国责任保险集团公司（United States Liability Insurance Group）	保险
浮华世界集团公司（Vanity Fair Brands）	服饰与时尚
韦恩水泵公司（Wayne Water Systems）	工业制造
威斯科金融公司（Wesco Financial Corporation）	金融
西部企业（Western Enterprises）	工业制造
世界百科全书出版公司（World Book Encyclopedia International）	图书出版
WPLG 公司（WPLG，Inc.）	传媒
XTRA 公司（XTRA Corporation）	拖车租赁

数据来源：伯克希尔公司 2016 年年报，按公司英文名称的字母顺序排列。

除了上述的全资子公司，伯克希尔还通过普通股投资控股了许多著名的实业公司。表 1-5 所列的就是其中一些最具代表性的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1-5　伯克希尔·哈撒韦公司投资过的公司

公司名称	行业领域
美国运通公司（American Express）	金融
美国银行（Bank of America）	金融
汉堡王（Burger King）	餐饮
比亚迪（BYD Electronic Company Limited）	汽车制造
坎贝尔公司（Campbell Hausfeld）	机械制造
可口可乐（Coca-Cola）	饮料
康菲石油（ConocoPhillips）	能源
达维塔保健合作公司（DaVita Health Care Partners Inc.）	医疗
戴克斯特鞋业公司（Dexter Shoe Company）	鞋业
直播电视集团公司（DIREC TV Group）	卫星电视
通用电气公司（General Electric）	电气制造
吉列公司（Gillette）	个人护理
高盛公司（Goldman Sachs）	金融
哈雷·戴维森公司（Harley-Davidson）	摩托车制造
国际商业机器公司（International Business Machines Corporation，IBM）	信息技术
强生公司（Johnson & Johnson）	医疗
迪尔公司（Deere & Company）	机械制造
卡夫食品公司（Kraft Foods）	食品
麦当劳（McDonald's）	餐饮
穆迪公司（Moody's Corporation）	金融
慕尼黑再保险公司（Munich Re Group）	保险
奥马哈世界先驱报（Omaha World-Herald）	传媒
菲利浦斯66石油公司（Phillips 66 Company）	能源
宝洁公司（Procter & Gamble Company）	日用消费品
赛诺菲制药公司（Sanofi）	医药
二十一世纪福克斯公司（Twenty-First Century Fox，Inc.）	影视传媒
美国合众银行（U.S. Bancorp）	金融
美国石棉公司（United States Gypsum）	建筑装饰
沃尔玛超市（Wal-Mart Stores）	超市
华盛顿邮报（Washington Post）	新闻传媒
富国银行（Wells Fargo）	金融

注：按公司英文名称的字母顺序排列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上最奇特的股票

虽然伯克希尔公司是世界500强之一，且拥有50多年稳定盈利的良好增长纪录，可就是这样一家优秀的公司，却在2010年之前没有被任何市场指数列为成分股。不仅如此，华尔街也只有极少几个专门研究伯克希尔公司业绩并给出投资评级的分析师。而那些与伯克希尔处于同一级别的公司，如花旗银行、通用电气、微软，每一家公司几乎都有数十位分析师在进行追踪研究。那么巴菲特到底做了什么让大家“讨厌”的事情，以至于大家对他的公司避之唯恐不及呢？事情的真相是，巴菲特已经将伯克希尔·哈撒韦变成了一只世界上最奇特的股票。

它的第一个奇特之处在于股价极高，是名副其实的全球第一“贵”股票。2017年3月2日，伯克希尔·哈撒韦股价创下了266450美元/股的历史最高价。对，你没看错，相信自己的眼睛！的确是26万美元一股。如果按照2017年3月2日美元对人民币汇率的中间价（1美元对6.6247元人民币）计算，一股伯克希尔公司的股票值170多万元人民币——足以让你在中国二线城市买下一套户型不小的商品房。幸好美国股市可以只买一股，否则如果按照中国A股最低100股的交易份额，一个投资者一次最少得准备约1.8亿元人民币。不过伯克希尔·哈撒韦公司高企的股价在让世人唏嘘不已的同时，也早已成为衡量巴菲特投资成功与否最简易的标识。

1977年05月，伯克希尔·哈撒韦股价首次突破每股100美元

1992年11月，伯克希尔·哈撒韦股价首次突破每股1万美元

1998年01月，伯克希尔·哈撒韦股价首次突破每股5万美元

2006年10月，伯克希尔·哈撒韦股价首次突破每股10万美元

2014年08月，伯克希尔·哈撒韦股价首次突破每股20万美元

它的第二个奇特之处在于，它的波动性和换手率极低。美国东部时间2015年1月19日全天，伯克希尔·哈撒韦公司的股票只成交了314股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（不到4手），因此对指数波动几乎不会产生任何影响。

它的第三个奇特之处在于，它是一只50多年从不高送转、从不分红派息的“铁公鸡”。巴菲特自己曾亲口保证：“我永远不会拆分伯克希尔公司的股票”。在他看来，拆分股票并不会增加任何股东价值，一个100元的大饼与两个50元的小饼实质上并没有什么区别，只是简单的“数字游戏”而已。他的这一做法不仅让伯克希尔·哈撒韦登上了世界第一高价股的“宝座”，也将其变成了一只波动性和换手率极低的股票。而有其因必有其果——业绩增长稳定、股价极高、缺乏炒作空间，自然使得它不可能成为市场上的热门股票；而成交量和换手率极低导致股票交易额不能达到纳入指数所需的最低要求，自然会被各大指数拒之门外；一年到头都没有几笔交易，自然无法为股票经纪人和分析师带来可观的回报，最终迫使这些人只能“另谋生路”。

市场对伯克希尔股票的冷淡表现，也让巴菲特开始思考：如何能做到既不违背“不拆分股票”的诺言，又能调动市场的参与积极性呢？最终，伯克希尔·哈撒韦公司决定于1996年5月8日开始发行伯克希尔·哈撒韦B股（纽交所代码BRK－B），以满足众多中小投资者的需求。与此同时，将原来的伯克希尔·哈撒韦股票改称为“伯克希尔·哈撒韦A股”（纽交所代码BRK－A）。1股伯克希尔·哈撒韦A股可转换成30股B股，但B股不能转换成A股，且B股的投票权仅为A股的1/200。2010年1月22日，伯克希尔·哈撒韦B股按1∶50的比例再次拆分，拆分后的B股股价变为69美元/股，这意味着现在的1股伯克希尔·哈撒韦B股的股东权益仅为A股的1/1500，投票权仅为A股的1/10000。

别具一格的管理

伯克希尔·哈撒韦不仅在市场交易特征上具有“过人之处”，在管理运营方面同样是别具一格。公司现在的总部，位于美国内布拉斯加州的奥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马哈市。一般人很难想象得到，这样一个“大牌”公司的总部竟然没有自己专属的办公大楼。巴菲特在奥马哈的奇威广场（Kiewit Plaza）大厦只租了半层楼作为公司总部的办公场所，这与旗下规模庞大的集团资产形成了鲜明对比。但巴菲特对此现状却非常满意，曾说：“我在这座大楼里办公已经有50年了。我非常喜爱这座大楼和大楼的业主。他们给了我特别优惠的租金。我在这里非常开心。”同样让人吃惊的是，巴菲特自己的办公室仅有16平方米，更是连一台电脑都没有。最让人难以置信的是，伯克希尔·哈撒韦公司总部没有金融分析师，没有专用的律师，没有人事或公关等业务部门，也没有门卫、司机等勤杂人员。在2015年伯克希尔公司50周年的股东大会上，巴菲特自豪地说道，“伯克希尔的总部办公室只有25名员工”。精干的“25人总部”管理着伯克希尔旗下庞大的资产和业务，包括所有的证券投资业务、资金的调配、所有重要子公司CEO的任免以及年度报告等重要材料和文件的撰写等。采用这种“微型司令部”来负责公司纷繁复杂的运营和管理工作，是巴菲特特意而为之的。巴菲特认为，“一个机构精干的组织会把时间都花在打理业务上，而不是花在协调人际关系上。”一个公司如果有太多的领导或部门，反而会分散注意力。伯克希尔公司的董事会副主席查理·芒格先生在他的《副主席的想法：过去和未来》一文中对此有同样的阐述：“集团公司的总部几乎没有任何东西，除了一个小办公室套间，只包括一个主席，一个财务总监，一些主要帮助财务总监做审计、内部控制的助手等人。”很显然，在公司运营方面伯克希尔·哈撒韦采取的是“去中心化”的管理架构——旗下的各个子公司享有充分的决策自主权。然而在财务和资金管理方面，伯克希尔·哈撒韦采取的却是“中央集权”的管理模式。附属子公司除保留正常运营所需的资金外，多余的资金全部归集到伯克希尔总部或旗下几个较大的集团公司，以便统一调配。如此一来，既能保证所有子公司自主经营，又能方便巴菲特将所有公司的现金流集中起来“办大事”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了25人的“微型司令部”，如今的伯克希尔·哈撒韦公司还拥有一个由12个“最强大脑”所组成的董事会，他们分别是：

沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett）——董事会主席兼首席执行官

查理·芒格（Charles T. Munger）——董事会副主席、巴菲特合伙人

霍华德·巴菲特（Howard G. Buffett）——巴菲特之子、巴菲特农场总裁（President of Buffett Farms）

斯蒂芬·博科（Stephen B. Burke）——美国全国广播公司环球集团（National Broadcasting Company Universal）首席执行官

苏珊·德克尔（Susan L. Decker）——前雅虎公司首席执行官

比尔·盖茨（Bill Gates）——微软创始人、比尔和梅琳达·盖茨基金会（Bill and Melinda Gates Foundation）现任联合主席

大卫·格特曼（David S. Gottesman）——第一曼哈顿公司高级常务董事

夏洛特·盖曼（Charlotte Guyman）——前华盛顿大学医学中心董事长

托马斯·墨菲（Thomas S. Murphy）——美国广播公司（American Broadcasting Company，ABC）前任董事长兼首席执行官

罗纳德·奥尔森（Ronald L. Olson）——芒格·托雷斯·奥尔森有限合伙律师事务所（The Law Firm of Munger，Tolles & Olson LLP）的合伙人。

沃尔特·思科特（Walter Scott，JR.）——第三级通讯公司（Level 3 Communications）前任主席

梅丽尔·威默（Meryl B. Witmer）——老鹰资本管理合伙人

此外，伯克希尔·哈撒韦公司还有一位“元老级”的董事会成员，即前可口可乐公司总裁、投资银行艾伦公司的董事长唐纳德·基奥（Donald R. Keough）。不过在2015年伯克希尔·哈撒韦公司的董事会成员名单中，已经看不到他的名字。可以看出，除了巴菲特父子与芒格，其他董事会成员基本都是来自公司以外各行各业的顶尖成功人士。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站在巨人的肩膀上

启蒙恩师：本杰明·格雷厄姆

巴菲特人生中的第一位“巨人”，就是他的硕士研究生导师本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆被称为“现代证券分析之父”和价值投资理论奠基人，其代表性著作有《证券分析》（1934 年，该书第一作者）以及《聪明的投资者》（1949 年）。1950 年，巴菲特进入哥伦比亚大学商学院攻读硕士研究生，开始跟随格雷厄姆学习投资。在巴菲特“钦定”的个人传记《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》（以下简称《滚雪球》）一书中，作者爱丽丝·施罗德（Alice Schroeder）根据巴菲特的回忆描述了他的这段学习生涯并总结道：“在格雷厄姆的课堂上，沃伦·巴菲特学到了三大主要原则：一股股票即代表着拥有一家企业一小部分的权利，是你愿意为整个企业所支付价格的一部分。使用安全边际。投资是建立在估算和不确定性基础之上的。大范围的安全边际保证了不会因为误差而导致失败。‘市场先生’是你的仆人，而不是你的主人。”

在这三大原则中，巴菲特认为安全边际（Margin of Safety）最为重要。安全边际是指价值与价格相比被低估的程度，这一概念最早由格雷厄姆在《证券分析》一书中提出。当股价低于内在价值时，则表明该股票存在安全边际。而股票安全边际的大小，将直接决定投资回报率的高低。1954 年，巴菲特进入导师的合伙公司——格雷厄姆－纽曼公司，开始在实际操作中跟随格雷厄姆学习投资之道。格雷厄姆除了让巴菲特认识到安全边际的重要性，更教会了他如何在投资交易中控制自己的情绪，以便在股市波动中盈利。他的言传身教，对巴菲特的投资生涯产生了巨大的影响。可以说，“一代宗师”格雷厄姆所开创的证券分析理论，是巴菲特投资之路的基石。而巴菲特也很好地继承了他的衣钵，并将其发扬光大，最终成长为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新一代的投资大师。

当然，巴菲特之所以能青出于蓝，而胜于蓝在于他善于思考，而不是呆板地跟随格雷厄姆“亦步亦趋”。他在格雷厄姆－纽曼公司工作时发现，“作为更进一步的安全措施，他（格雷厄姆）会购买许多只股票且每只股票只买很少的头寸，这是出于分散投资的原则。格雷厄姆的分散投资理念非常极端，有时候他的头寸小到只有1000美元。”然而巴菲特对这样的分散投资却并不赞同，并认为没有任何理由采用这样的方式下注。除此之外，巴菲特对格雷厄姆的“雪茄烟蒂股”投资策略（Cigar Butt Investing）也表达了自己不同的见解。格雷厄姆将那些质地较差且股价相当低廉的股票称为“烟蒂”，就如同人行道上被弃置一边的雪茄烟蒂。在安全边际的前提之下，格雷厄姆提出了两种筛选“烟蒂股”方法：一是以低于公司2/3净资产的价格买入该公司的股票；二是购买低市盈率公司的股票。然而巴菲特却认为，“不要做低回报率的生意。时间是好生意的朋友，却是坏生意的敌人。如果你陷在糟糕的生意里太久的话，你的结果也一定会糟糕，即使你的买入价很便宜。”

菲利普·费雪

除了本杰明·格雷厄姆，巴菲特极力推崇的另一位投资“巨人”就是被誉为“成长股价值投资策略之父”的菲利普·费雪（Philip A. Fisher），其代表作为《普通股和不普通的利润》。虽然费雪与格雷厄姆同样属于价值投资者，但二者的投资风格却截然不同。格雷厄姆注重安全，建议投资者分散投资并购买价格低廉的股票。而费雪则终其一生执着于成长性投资，他对公司本身的质地和成长性（包括经营状况、发展前景、组织架构和管理层等）极为关注，将二者作为第一重要的筛选标准。而这一点，恰恰是格雷厄姆理论体系中所缺乏的。费雪认为，与其花便宜的价钱买入一家平庸公司的股票，不如花合适的价钱买入一家优秀公司的股票。二者相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比，后者的获利空间其实更大。

许多不太了解费雪的投资者会误以为：既然费雪强调“成长型价值投资”，那么他对于风险的容忍度就会比较高。事实上却恰恰相反，费雪给自己的定位是一个“保守型投资者”。当然，费雪的这种“保守”主要体现在他对个股的要求上，而并非是分散投资。相反，费雪建议投资者对股票进行集中投资，将投资的股票数量限定在10家以内。在这一点上，费雪和巴菲特可以说是“志趣相投”。然而任何事物都有两面性，集中投资同样也是一把“双刃剑”。坚持集中投资，既可能让你大幅跑赢市场，也可能让你的投资回报率远远地落后于市场。倘若投资的对象是垃圾股票，则极有可能使你深陷泥潭，甚至是一败涂地。那么，应该如何避免这种结局的出现呢？费雪认为，需要将集中投资的战略进一步延伸，即只“集中投资于最优秀的公司”。如此一来，则可以让价值投资者把注意力集中在公司的基本面上，而非各种内幕消息和短期的股价波动上。因此，集中投资不仅仅是能力边界的问题，更是投资者对待股市的态度问题。费雪曾经说过：“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”

费雪的投资思想，对巴菲特的投资生涯同样影响深远。他于1958年出版的《普通股和不普通的利润》一书，为成长股投资指明了方向。巴菲特读过之后对该书印象非常深刻，随后便亲自登门向费雪讨教投资策略。巴菲特曾经回忆与费雪的见面经历，并承认自己从两人之间愉快的交流中获益匪浅，“当我见到费雪时，他本人和他的思想都给我留下了深刻的印象。他和格雷厄姆一样，没有架子、优雅大度，是一个杰出的老师。尽管格雷厄姆和费雪的投资方法相异，但他们二者在投资界是缺一不可的。”而除了巴菲特，伯克希尔·哈撒韦公司的“二当家”查理·芒格先生对费雪的投资理念同样也给予过很高的评价。费雪的投资理念为巴菲特指明了新的前进方向，使他的投资领域不再局限于格雷厄姆的投资体系，从而进入到一个更广阔的投资空间。巴菲特本人在评价这两位“巨人”对自己所产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响时，曾这样说道："我的血管里85%流着格雷厄姆的血，15%流着费雪的血。"

集百家之长

除了上述两位大师，还有几个"巨人"也对巴菲特的投资生涯产生着重要的影响：

- 查理·芒格：巴菲特事业上的黄金搭档，现为伯克希尔·哈撒韦公司的董事会副主席。查理·芒格对巴菲特的影响无疑是最直接和全方位的，被世人称为"巴菲特最后的秘密武器"。
- 约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）：著名的宏观经济学家。实际上，凯恩斯的成就绝不仅限于开创了"凯恩斯主义经济学"，他还在投资领域取得了不菲的成就。对于凯恩斯的许多投资思想和观点，巴菲特都十分认同。
- 劳伦斯·N. 彭博（Lawrence N. Bloomberg）：20世纪30年代的经济学家，他的"消费垄断型企业更值得投资"的思想对巴菲特影响深远。
- 约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）：基本面分析的开山鼻祖，巴菲特评估企业内在价值时所采用的现金流量贴现模型正是由威廉姆斯于1942年提出的。
- 埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）：《普通股之长期投资》（Common Stocks as Long Term Investments）的作者，巴菲特经常提到的"留存收益"观点就是由史密斯提出的。

不难看出，巴菲特正是参透并完美地融合了这些大师的思想精髓，最终实现了"集百家之长，成一家之言"。也正是因为站在这些"巨人"的肩膀上，巴菲特才能有机会看到更为广袤壮美的"风景"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
谁与争锋

巴菲特不可能告诉你如何成为沃伦·巴菲特。

——诺贝尔经济学奖得主 保罗·萨缪尔森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

在当今投资界，如果巴菲特肯屈居第二，恐怕没人敢说自己是第一。在60余年的投资生涯中，他也曾遇到过不少“身怀绝技”的投资高手，然而经过半个多世纪的风雨洗礼，依然屹立不倒的却只有巴菲特。作为当今世上最成功的投资大师，巴菲特早已成为全球投资者竞相学习和效仿的典范。然而遗憾的是，尽管许多人试图从巴菲特的言行中窥探出他的投资秘诀，但结果却往往都是缘木求鱼。为什么巴菲特不能被复制，是因为他的投资策略无法“放之四海而皆准”，还是因为效仿者自身学艺不精，抑或是在学习的方向上出现了偏差?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迄今为止，能够在投资业绩上匹敌巴菲特的尚屈指可数，诸如乔治·索罗斯（George Soros）、彼得·林奇（Peter Lynch）、詹姆斯·西蒙斯（James Simons）、约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）；但能够在投资"寿命"以及财富量级上超过他的则几无一人。

2000 年，乔治·索罗斯的量子基金因接连遭受重创而最终寿终正寝；

1991 年，年仅 46 岁的彼得·林奇就顶着满头白发金盆洗手、退隐江湖；

2015 年，詹姆斯·西蒙斯的两只基金在复制大奖章基金时遭遇滑铁卢并最终清盘；

2000 年，约翰·梅里韦瑟执掌的长期资本管理公司以覆灭的结局退出了历史的舞台。

从短期来看，从来都不乏比巴菲特成绩更为优异的投资者。然而巴菲特所见长的并不是"赚得快"，而是"赚得久"——他绝非是投资赛场上的"百米冲刺冠军"，却是投资"长跑"中的最终胜出者。像他这样能够如此长时间地持续稳定获利，基本上可以说是"前无古人，后无来者"。岁月的沉淀让巴菲特最终成了投资界几乎不可能超越的"独孤求败"，无数的投资者努力追赶却只能望尘莫及。

不堪一击的"市场"先生

指数基金

众所周知，巴菲特从不向他人推荐任何股票或基金，但指数基金是唯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一的例外。从 1993 年至今，他向个人投资者推荐指数基金已不下 10 次。1998 年，巴菲特在佛罗里达大学的演讲中这样说道："如果你不是一位职业投资者，如果你的目标不是管理资金以获得明显优于大多数人的业绩回报，那么你就需要做到最大程度的多元化。我认为 98% 至 99% 的投资者需要尽可能地做到多元化，而非频繁地买进卖出，所以留给他们的选择就是成本极低的指数基金。"

尽管巴菲特极力向他人推荐指数基金，但他本人却从不参与。因为指数基金所代表的资本市场，本身就是他想要击败的一个"虚拟"对手。因此，巴菲特在数十年的投资生涯中，除了要与全世界的投资大师一较高下外，也一直将持续战胜市场作为衡量自己成功与否的另一个标杆。早在他管理巴菲特合伙公司时，在历年《致合伙人的信》中就经常将自己的投资业绩与道琼斯工业指数进行对比。后来，巴菲特觉得用道琼斯工业指数有点"不过瘾"，又开始迷上了标准普尔 500 指数。在如今伯克希尔 · 哈撒韦公司的年报中，我们依然能看到巴菲特喜欢采用标准普尔 500 指数来"反衬"自己公司的业绩。在 2003 年《致股东的信》中，巴菲特这样写道："伯克希尔相对于标准普尔指数的长期表现仍然是非常重要的。我们的股东能够通过成本极低的指数基金来投资标准普尔指数。除非我们每股内在价值的增长速度在未来能够超越标准普尔指数的表现，否则查理跟我根本就没有存在的价值。"很显然，指数基金只能跟踪和复制市场的走势，却无法超越市场本身，因而并不能帮助巴菲特实现长期战胜市场的梦想。更重要的是，指数基金诞生的理论基础是巴菲特极力反对的一种象牙塔理论——有效市场理论（Efficient Market Theory）。有效市场理论与巴菲特所坚持的价值投资理论，在"能否持续战胜市场"这一问题上存在明显的分歧。

有效市场理论

资本市场是最不缺少理论的地方。在五花八门的理论中，既有正道也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有歧途。作为现代金融理论体系重要基石的有效市场理论，就是其中最富争议的理论之一。正道乎？歧途乎？

一方面，有效市场理论自问世以来，对现代金融产生了十分深远的影响。现代金融学的许多主流市场理论，如资本资产定价模型、套利定价理论、期权定价理论等，都是在有效市场理论的基础上建立和发展起来的。

另一方面，有效市场理论认为：市场的走势是随机的，当前股票的价格已经完全反映了所有与价格变化有关的市场信息，所有试图击败市场的努力几乎是徒劳的。如果有效市场理论是正确的，除非是依靠机遇，否则任何投资者都无法取得超越市场的业绩，更不可能持续战胜市场。这意味着格雷厄姆所开创的证券分析方法其实是无效的，而巴菲特和彼得·林奇等投资大师的巨大成功，实际上只是他们“运气好”而已。

市场真的有效吗？

巴菲特对有效市场理论向来不屑一顾。他根据自己数十年的投资经验指出：“如果市场总是有效的，我只会在大街上手拎马口铁罐到处流浪乞讨。”他还曾用一则小故事来嘲笑有效市场理论的无效性：两位信奉有效市场理论的经济学教授一起散步，忽然看到前方有一张像是10美元的钞票，其中一位教授正打算去捡，但另一位拦住他说，“别费劲了，如果它真的是10美元，早就被人捡走了，怎么还会在那里呢？”就在他俩争论不休时，一位叫花子冲过去捡起了钞票，跑到旁边的麦当劳买了一个大汉堡和一大杯可口可乐，边吃边看着两位还在争论的教授。显而易见，有效市场理论并未给那些“想要战胜市场”的投资者带来真正的帮助。因为这些投资者所需要的并不是有效市场理论，而是有效的制胜策略。在这方面，价值投资无疑是更为靠谱的“实战派”。巴菲特就是在股市极度低迷时捡走了别人只敢看不敢买的廉价股票，最终成了让研究有效市场理论的教授们都无法解释的“股神”。换句话说，巴菲特之所以能有今天的投资成就，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅是依靠自己的聪明才智，更是利用了“有效市场”的愚蠢。

为了指出有效市场理论的“愚蠢”所在，巴菲特曾在1988年《致股东的信》中，使用大量篇幅对这一理论进行了深入的剖析。

在20世纪70年代，“有效市场理论”在当时的学术圈子里非常流行，俨然成了神圣的教义。实质上，这个理论认为股票分析根本就是无用功，因为所有关于股票的公开信息都已经完全反映在股票的价格上。换句话说，市场总是无所不知。……令人吃惊的是，信奉有效市场理论的并不仅仅是那些学术人士，甚至还有许多投资专家和公司管理人员。尽管他们正确地观察到“市场经常是有效的”，但却得出了“市场永远是有效”的错误结论。这两个结论之间的差别如同白天与黑夜一样截然不同……然而，那些有效市场理论的支持者们对这些与理论不相符的证据似乎从来都不感兴趣。的确，他们现在不像以前那样热衷于谈论他们的理论。但据我所知，没有一个人承认他的观点错了，不论他是否曾经误导过成千上万的学生。而且，有效市场理论依然是各大商学院投资理论课程中不可或缺的一部分。显而易见，宁可放弃职位也不愿意承认错误的人，并非仅限于神学家。自然而然，那些被毒害的学生们以及被其欺骗的投资专家们在接受有效市场理论之后，对我们及其他格雷厄姆的追随者实在有莫大的帮助。因为在任何竞赛中——无论是金融的、脑力的或者是体力的——在面对一群被灌输了即使尝试也毫无用途的对手时我们将占有巨大的优势。从利己的观点来看，格雷厄姆的追随者们可能应该资助这些教授，以确保有效市场理论被永远地传授下去。

力证市场无效

从理论上说，如果市场真的像“有效市场理论”描述的那么有效，则意味着股票的价格就将一直与企业的内在价值保持相符；意味着根本不会出现股价远远低于内在价值的低价买入机会，也不会出现股价远远高于内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价值的抛出机会；意味着既不会出现巴菲特和彼得·林奇那样杰出的投资大师，也不会出现明显低于平均收益率水平甚至大幅亏损的投资人。那么这样的“市场”，你是否见过呢？

在巴菲特看来：市场并不是总是有效的，而且经常是无效的。而在一个经常无效的市场中，价值投资就能大显神威。而要证明这一点，巴菲特本人长期持续战胜市场的事实无疑是最直接有力的证据。当然，证据并不仅限于此。1984 年，巴菲特曾受哥伦比亚大学邀请，做了一个题为“格雷厄姆－多德都市的超级投资者们”的演讲，以纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版 50 周年。

巴菲特在演讲中回顾了 50 年以来格雷厄姆的“信徒”们采用价值投资策略持续战胜市场这个无可争议的事实，详细地阐述了数十年来采用价值投资策略为什么能够持续战胜市场，并归纳总结出价值投资策略的思想精髓，力证了“持续战胜市场”并非天方夜谭。

巴菲特认为，投资赢家集中于格雷厄姆和多德部落绝非偶然，只能解释为这个部落拥有与众不同的智力。而这种与众不同智力的获得，则源于他们共同的智力族长——本杰明·格雷厄姆。因此，他们虽然居住在不同的地区，买卖不同的股票，并以自己的独特方式来进行投资，却有着共同的智力特征：寻找企业的内在价值与其市场价格之间的差异，并利用二者之间的差异进行盈利。

在演讲中，巴菲特还一针见血地指出：想要在投资上获得成功，根本没有必要学习有效市场理论，你只需要把注意力集中在两件事情上——评估公司的价格与价值。而为了进一步证明有效市场理论的错误性，巴菲特还以自己投资华盛顿邮报公司的经历“现身说法”。“1973 年，华盛顿邮报公司在股票市场上的总市值约为 8 千万美元。当时的任何一天，你都能以不少于 4 亿美元的价格将其资产卖给十位买家中的任何一位，甚至可能还会更高。该公司拥有《华盛顿邮报》《新闻周刊》以及几家市场地位举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足轻重的电视台。这些资产目前的市场价值高达20亿美元，因此当时愿意支付4亿美元的买家并非是疯狂之徒。如果股价继续下跌使得公司的市值从8千万美元跌到4千万美元，那么它的β值将会升高。对于用β值衡量风险的人来说，价格跌得越低则意味着风险变得越大。这确实如爱丽丝漫游仙境一般。我永远无法理解为什么用4千万美元会比用8千万美元购买价值4亿美元的风险更高。事实上，如果你能够买进好几只价值被严重低估的股票并且精通企业价值评估，那么以8千万美元买入价值4亿美元的资产，特别是分别以800万美元的价格买进10种价值4千万美元的资产，基本上是毫无风险的。”

在演讲的最后，巴菲特打趣地说道：“如果投资者都转向价值投资战略便会让自己失去这一优势，因为价值与价格之间的差距就会缩小”，但他认为这情况不太可能出现。因为“这个秘密自从本杰明·格雷厄姆与大卫·多德出版《证券分析》一书之后就已经广为人知了，到目前为止已经流传了50年。然而在我应用价值投资的35年里，我却不曾目睹价值投资法蔚然成风。人的天性中似乎存在着一种偏执，就是喜欢把简单的事情变得更为复杂”。因此，巴菲特坚信股市中价格与价值之间的差距仍将继续存在，而基于格雷厄姆与多德价值投资策略的投资人仍可继续利用“有效市场”的愚蠢去持续战胜市场。

“股神”的下一个对手

在当今股坛，巴菲特基本上已难觅对手，他在投资生涯中所达到的成功高度以及在成功上所持续的时间跨度也几乎达到人类的“极限”。鉴于巴菲特已很难再被其他“人类”投资者所超越，因此越来越多的人开始将目光投向“非人类”投资者——希望借助于人工智能来实现对巴菲特的超越。那么，这一梦想是否有可能实现呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人工智能风靡全球

2016 年科技界最火的事件，莫过于世界围棋第一人、韩国九段名将李世石遭遇的一场人机巅峰对决。他的对手是谷歌公司 DeepMind 团队研发的人工智能围棋软件 AlphaGo。这场人工智能和人类智慧的较量，吸引了全球无数人的目光。经过五场的激烈角逐，最终 AlphaGo 以 4:1 的总比分大败李世石。这是一次具有划时代意义的胜利，它标志着人工智能的智力水平已经足以和人类的最强大脑相抗衡。此后，关于“人工智能是否有可能终结人类自身”的争论也愈演愈烈。在投资界，各种“人工智能在资本市场上战胜人类指日可待”的言论也开始甚嚣尘上。

对于人工智能，我们其实应该理性客观地看待。所有人都害怕有那么一天，人工智能在全面超越人类智慧之后却变成了人类自身的“终结者”。从理论上来说，并不排除这种可能性。然而就目前的发展现状而言，人工智能仍处于一个非常初级的发展阶段——只能利用已知的知识解决已知的问题。离我们真正意义上的人工智能——利用已知的知识产生新的未知知识、解决未知的问题，还有很遥远的距离。而这一系列核心问题的亟待解决，使得人工智能很难在短期内获得突破性进展。

人工智能注定在资本市场水土不服

目前人工智能的成就仍主要局限于“智商”，至于“情商”则几乎为零。客观来说，虽然人工智能已经发展到能够战胜人类围棋大师的地步，但在投资领域至今仍无法完全代替人类做出决策，而只能作为投资的辅助工具和手段。为什么人工智能至今仍没有主导投资领域呢？如果你仔细想想围棋与资本市场的差别，你就会明白其中的道理。

资本市场更需要情商

无论是象棋还是围棋，说到底都只是一种“智商”游戏，而资本市场却更需要“情商”。尽管围棋有如此之多的变化可能性，但与现如今计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机的运行量级相比仍显得十分有限。一旦人类把所有可能的应对招式都输入计算机，则意味着你的棋子每走一步，计算机会有几百种甚至上千种招式来对付你。而计算机“学会”的所有应对招式都只是人类从古至今已知路数的重复或演化。

与围棋相比，资本市场的变化是不确定的、随机的，而且是动态的、连续的、无限的。所有证券投资组合的变化状态每一天的计算量就超过10的100次方，而且每一天都不会重复。如果再加上股价的影响因素，诸如公司业绩、未来成长性、市场供求关系、经济周期、行业周期、市场热点、心理预期、资金流向……就会使投资者要分析的变化可能性每天都会以几何数量级的方式不断增长。正因为如此，至今仍没有一种投资策略能够在所有市场环境中都战无不胜。而想要基于某种投资策略而设计出一个能够“稳赚不赔”的人工智能软件，自然也是不可能的。

不可否认，人工智能在理论上可以很好地克服人类情绪等非理性因素的干扰——既不贪婪也不恐惧，机械地执行投资纪律。与之相比，人类正是因为不能很好地克服贪婪与恐惧，所以很容易在市场中遭受挫折。巴菲特基于对人性的长期观察，发现对人类而言，控制情绪且能保持头脑冷静往往是极其困难的，尤其是当你周边的人都失去理智的时候。因此，他在1979年接受《商业周刊》（Business Week）的一次专访中曾说道：“投资的成功与否与智商并没有关系，只要智力水平超过25就行。只要你具有普通的智商，你所需要的就是一种能够控制冲动的性格，这些冲动会令他人在投资上麻烦不断。”不过，虽然人工智能很容易就能克服这些人类的情绪“缺陷”，但凡事有利就会有弊。没有了“情绪”干扰的人工智能，自然也不会懂得如何在市场中隐忍和等待，也未必能够参透人性的复杂和市场“情绪”的多变。换句话说，想要让缺乏“情商”的人工智能在资本市场上无往而不利，只是许多人的一厢情愿而已。但反过来说，一旦人工智能真的具备了人类的这些“情商”，那它和人类本身也就没有多大区别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了——也会变得和人类一样具有贪婪与恐惧。果真如此，我们使用人工智能代替人类进行投资的意义又何在呢？

测不准的资本市场

与棋类游戏相比，资本游戏还有一个更为重要的特点——那就是任何一个参与者其本身都会对市场产生影响，从而导致他之前的判断基础发生改变——这就是资本市场的“测不准原理”。测不准原理（Uncertainty Principle）最初是由德国物理学家维尔纳·海森堡（Werner Heisenberg）于1927年提出的一个量子力学理论，其本义是指一个粒子的位置和动量不可能被同时准确地测出。实际上，如果我们将一只股票的即时价格看作是一个正在不断运动的“粒子”，那么同样不可能同时准确地预测出这个“粒子”的位置（涨跌的空间）和动量（涨跌的时间和速度），即使是人工智能也无法做到。因为任何参与者在市场中的行为都会对市场本身产生影响，甚至会改变市场原有的发展方向。例如，你通过分析发现一只股票目前被严重低估，现价为10元。你如果只打算买进500股，对股价产生的影响或许并不大；但如果你想买入500万股，那么买入的成本则极有可能比10元高出许多。如此一来，股价实际的涨跌空间和时间很可能与你预测的结果大相径庭。同样的，人工智能涉足资本市场其本身就会导致市场形成一种新的交易常态，从而改变市场原有的走向，并让投资领域产生新的认知。

充满人工智能的资本市场

我们不妨设想一下：如果人工智能真的在投资领域能够全面超越人类，又会是一种什么样的体验呢？资本市场上的每一寸价值洼地都会被迅速地发现并填平，每一只被高估的股票也会被迅速打回原形。这样一来，股市既不会再有高估，也不会再有低估；既不会再有贪婪，也不会再有恐慌。最终可能的结局就是：股市要么变成一个“完全有效”的市场，要么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为一个不再有波动的市场。如果股市一旦成为一个“完全有效”的市场，则意味着人工智能和人类同样都无法超越指数，那么投资者反而更轻松了——只要选择指数基金就能获得最佳收益。换句话说，在“有效”市场中，人工智能最多只能和人类打个平手。而如果股市不会再有波动，如同“心跳”停止一般，那么股市也就失去了存在的价值。基于这两种结果反推，我们有理由相信——在未来的资本市场上，人工智能并不能完全打败人类，而“能否击败巴菲特”更是一个值得商榷的问题。2013 年，美国著名的对冲基金 AQR 资本管理公司（AQR Capital Management）的三位研究者，发表了一篇题为“巴菲特的阿尔法”（Buffett's Alpha）的文章。文章的主要结论就是：你可以用一个计算机程序来复制巴菲特的成功。实际上，但凡有一点常识的投资者都能意识到：这样的结论无非是为了吸引世人的目光，不可能是真的。如果真有人能够用计算机程序复制巴菲特的成功，他又何必要将其公布于众呢？他自己为什么不悄悄地借助这个程序，从而轻松地变为亿万富翁呢？事实上，时至今日，仍无人能复制巴菲特的成功也基本证实了这一点。

综上所述，就人工智能目前的发展水平来说，想要在巴菲特的有生之年击败他已经基本不可能了。而在可预见的将来，人工智能想要真正超越巴菲特，也还有很长的路要走。又或许，这条路最后根本就走不通。

青出于蓝却无法胜于蓝

基于目前我们对巴菲特的认知，全世界在复制巴菲特的道路上似乎都遇到了巨大的“瓶颈”。如果将所有效仿和复制巴菲特的投资者看作是一个群体，那么这种全世界范围内的效仿和复制行为就如同一项“大样本的人群行为研究”。我们不妨试想，即使巴菲特的成功本身就属于小概率事件，那么在美国、英国、日本、澳大利亚……世界各地的无数投资者中也应该有一部分足够幸运的投资者能够基于巴菲特的策略获得成功。然而数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年过去了，全世界至今还未出现过“第二个”巴菲特。到底是什么原因导致了这种“群体性的失败”呢?

守口如瓶的“股神”

实际上，尽管巴菲特早已“封神”，但他却并不喜欢把自己的投资公开化。作为投资大师的巴菲特从未想过要像他的老师格雷厄姆一样著书立说、开宗立派，也从未向世人系统地阐述过自己具体的交易体系。目前外界对巴菲特投资“魔术”的了解，主要源自于巴菲特在演讲或访谈中的只言片语以及历年巴菲特致股东（或合伙人）的公开信。然而种种迹象表明，我们现在已经了解到的却并非是巴菲特真实投资世界的全部。

《滚雪球》一书的作者爱丽丝·施罗德就曾发现，虽然巴菲特平时总喜欢用一些简短的名言警句来阐述他的投资行为，但事实上他所做的投资却非常复杂。她在书中这样写道：“大多数媒体人都喜欢巴菲特——为了不招人讨厌，他行事富有技巧，不怕麻烦，公众形象简单而率直，而且看起来很真诚。然而，巴菲特却过着复杂的生活。他有 5 套房子，但只在其中两处居住。不知出于何种原因，巴菲特有过两任妻子。他说话爱引用家乡俗语，眼里透着慈祥；他有一帮忠诚的朋友。但是一路走来，他给人的却是强硬、冷酷的商人形象。巴菲特似乎想避开公众，但结果却是，他所吸引的公众注意力几乎要多于地球上其他所有的人。巴菲特乘坐湾流 IV 型飞机去全美各地，经常参加名人聚会，有众多名流友人。但他却说，自己最喜欢奥马哈、汉堡和节俭的生活。他说他的成功是基于一些简单的投资理念和每天满怀热情地工作。不过，事情真的只是如此（简单）的话，为什么没有人能够复制呢?”

由此可见，巴菲特的真实投资世界远没有我们想象的那样简单，而我们对巴菲特的认识也远没有我们想象的那样全面。而在一个缺乏全面认识的基础上效仿和复制巴菲特，想要获得成功其难度可想而知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能会问：巴菲特教给我们的那些东西难道是错的吗？客观来讲，巴菲特的确给世人带来了许多有价值的投资理念和策略，比如“不熟不做”“安全边际”“长期持有”……然而，作为投资界无可争议的“魔术之王”，巴菲特向世人所兜售的基本上都是一些“魔术理论”，他极少会告诉你这些“魔术”具体应该如何操作。越来越多的投资者发现：巴菲特的投资方法看似简单，但实际操作起来却十分困难。因为我们虽然已将巴菲特的许多理论和策略烂熟于心，但对巴菲特的具体操作“手法”却知之甚少。而巴菲特本人对自己个性化的投资细节也一直是“讳莫如深”。不仅如此，由于他不断地在世人面前强调那些常识性的投资理论，使得大众相信巴菲特最大的“秘密”就是没有秘密，使得大众相信巴菲特同样是遵循了世人所熟知的投资理念成了一等一的投资高手！这也就不难理解，为什么尽管巴菲特一直在不停地向世人兜售着他“独步股林”的秘籍，却始终没有人能成为第二个“巴菲特”。

盲从者必败

除了巴菲特的“守口如瓶”和“似是而非”，投资者自身对这种“群体性的失败”同样负有不可推卸的责任。很少有投资者敢于对看似简单的巴菲特产生质疑，大多数人则是对“股神”兜售的理论深信不疑。众多的追随者们常常在脑海中不断地强化一个观念——只要自己认真聆听巴菲特的教诲，只要自己紧跟巴菲特的脚步，就有可能像巴菲特一样，在风云变幻的资本市场上赢得惊人的个人财富。更有不少投资者天真地以为，只要紧紧抱住巴菲特相中的股票就必定能发大财。他们希望通过直接买入巴菲特投资过或正持有的股票来复制他的成功，并美其名曰“像巴菲特那样投资”。跟着巴菲特买入相同的股票，是否真的就能获得相同的收益率呢？从表面上看，这种被称为“像巴菲特那样投资”的模仿似乎很聪明。然而这样的努力却是徒劳的。如果这个方法可行，世界上岂不是有千千万万个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特？对于这种做法，巴菲特本人也是持反对意见的。他在2016年3月1日接受CNBC电视台记者采访时就曾表示，投资者不要以为照抄他的投资选择或者模仿其他著名投资人就可以简单致富。

然而更可悲的是，大多数人对巴菲特的追随只是一种没有理解深度的“笃信”。表现之一，就是我们无法用巴菲特所宣扬的投资理论来解释巴菲特自己的投资行为。2015年，美国对冲基金业巨头丹尼尔·勒布（Daniel Loeb）就曾炮轰“股神”巴菲特。他直言“股神”是一个不折不扣的伪君子，并认为巴菲特宣扬的那套东西虽然看起来很有智慧，但是他本人的所作所为却与之大相径庭。实际上，巴菲特的“言行不一”绝非偶然，他所做的和所说的之间发生“冲突”也的确是常有的事。

巴菲特一边支持提高对富人征税，另一边他自己却在尽量避税；

巴菲特一边说他绝不会买黄金，另一边他自己却在投资现货白银；

巴菲特一边告诉你要集中投资，另一边他自己却投资了上百家公司；

巴菲特一边说他不喜欢超市这种竞争激烈的行业，另一边他自己却买入了沃尔玛超市的股票；

巴菲特一边告诉你要长期持有股票至少10年以上，另一边他自己却将90%的股票都在买入后的1至5年内卖出；

巴菲特一边将金融衍生品戏谑为“大规模杀伤性武器”，并警告投资者要远离；但另一边他自己却在通过投资金融衍生品大肆获利；

巴菲特言行不一的地方还有许多……

从人性的角度来看，任何投资大师都是人而不是神，巴菲特归根结底就是一个不折不扣的商人。俗话说“无奸不商，无商不奸”，商人为了最大限度地保护自己和追逐利益，自然不能道出自己成功的全部秘诀。无论是在生意场上还是在资本市场上，虚虚实实、真真假假本来就是家常便饭。所以即便是巴菲特言行不一，但只要他不是直接侵犯他人的利益，只要不触犯法律法规，就无可非议。而反过来讲，巴菲特在投资上的这些令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人不解的“言行不一”之处，又何尝不是在证明我们根本就不了解巴菲特——学习巴菲特的狂热早已使得大多数投资者只会按照巴菲特告诉我们的方式去了解巴菲特，却很少从巴菲特躲闪不定的言语以及言行不一的争议之处去分析和还原巴菲特真实的投资世界。

拨开迷雾

对于这些言行之间的差异，我们不应该只是将其看作是偶然现象，而应该通过这种差异来追寻巴菲特行为背后的真实逻辑。只有如此，才能更好地理解和认识最真实的巴菲特。一旦我们认识了最真实的巴菲特，就能解开心中的一连串疑问：

为什么巴菲特在60余年的投资生涯里只有2年遭遇亏损，而国内外许多价值投资者却将“长期投资”最终变为了“长期套牢”，将“价值投资”最终变为了“价值陷阱”？

为什么采取了同样的投资策略，甚至买了和巴菲特一样的股票，却依然无法成功？

如何用巴菲特的理论来解释他的行为，又如何用巴菲特的行为来佐证他的理论？

为什么巴菲特的理论和他的行为之间会存在差异，导致这种差异的原因和内在逻辑又是什么？

……

这一系列许多人都无法回答的问题轻而易举地暴露出，在我们以往对巴菲特的认知中，的确存在不少误区和盲区。甚至可以说，绝大多数人对巴菲特的认知是相当片面和肤浅的，仅仅只是停留在表面上。而这些肤浅甚至错误的认知必然会使我们学习巴菲特的效果大打折扣，从而使得巴菲特的投资策略本应拥有的威力也无法正常发挥。这就是为何时至今日，国内外虽有众多的人学习巴菲特，却鲜有成功者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“中国门徒”的落败

在国内资本界，巴菲特的投资之道同样备受追捧，在 A 股市场，更不乏践行巴菲特投资理念的投资者，但真正成功的又有几人？

至今为止，那些被认为是中国“复制巴菲特”比较成功的投资人，与巴菲特相比仍有较大的差距——不仅没有一位投资人的长期年化收益率达到 20%，而且最大回撤率也是高得吓人，还常常连续数年遭遇亏损。这些“已经比较成功”的人尚且如此，其他的效仿者更是不必多言。

价值投资不适合 A 股市场？

有人认为，A 股投资高手的表现之所以不好，完全是因为他们恰好遇上了 7 年大熊市。这样的解释无疑是有些牵强的。巴菲特一生之中同样也经历过数次大熊市，不仅四平八稳地获得了高达 20% 的年化收益率，而且从未出现过 10% 以上的亏损或回撤，更不会连续数年持续落后于市场。

如此大的反差，原因究竟何在：到底是巴菲特的投资策略不适合中国股市，还是因为我们自己本来就学错了？一种目前流传颇广的观点认为：由于政策和市场等因素的差异，巴菲特式的价值投资可能并不适用于 A 股市场。从理论上来说，这个解释似乎还比较合理。因为纵观中国 A 股二十多年来的市场表现，基本上呈现为“牛短熊长”的大周期格局，且市场的整体波动率也明显高于欧美等成熟资本市场。这些特征使得投资者很难把握市场的运行节奏，极易导致“高买低卖”，从而出现亏损。对长期投资者而言，如果不幸在高位买入，其后果可想而知。而从过往的业绩来看，面对以散户为主、投机性强、波动率大的中国 A 股，巴菲特主张的价值投资似乎也并未给国内投资者带来理想的投资回报。

不过这些理由并不充分，它们最终都不能直接证明“巴菲特的价值投资不适合中国 A 股”。因为如果仅凭没有人能在 A 股市场上“复制”巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特的成功，就断言价值投资不适合中国；那么你又如何解释，为何欧美等成熟的资本市场同样也没能“孵化”出第二个巴菲特。很显然，市场环境并非是导致价值投资“水土不服”的“罪魁祸首”。对于这一点，巴菲特先生也持有相同的观点。2015 年 5 月 2 日，在伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会上，有来自于中国的投资者问巴菲特：“价值投资是否只针对发达市场？是否适用于过去十几个月上涨了两倍的中国 A 股市场？”巴菲特回答道：“价值投资适用于各国。在中国，印度，德国，都是可以运用价值投资理念的。”

不求甚解的投资者

既然价值投资没有国家和市场的局限性，为何 A 股却出不了“巴菲特”呢？实际上，问题的根源恰恰在于投资者本身。原因之一就是许多投资者并没有真正弄懂巴菲特的交易策略，而只是喜欢打着“价值投资”的旗号，遭遇挫折自然在所难免。例如，虽然巴菲特的那句“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”的格言尽人皆知，却很少有人思考和理解其背后的内涵。毫无疑问，如果我们想要跟随巴菲特学习逆向投资，首先，应该懂得判断别人什么时候“贪婪”，什么时候“恐惧”。当然，这个相对比较容易。一般来说，大多数人会在牛市中贪婪，在熊市中恐惧。其次，我们应该懂得如何将别人的贪婪（或恐惧）与自己的投资行为相关联。通俗一点说，就是别人的贪婪（或恐惧）达到何种程度，你会选择卖出（或买入）。

以我们熟悉的 A 股为例，上证指数从 2000 点涨到 4000 点，大多数人在此时已经开始贪婪，你是否会因恐惧而卖出股票呢？

如果大盘指数继续上涨到 5000 点，大多数人在此时会更加贪婪，你是否会在此时因恐惧而退出市场呢？

如果大盘指数继续上涨到 6000 点，大多数人在此时可能已接近疯狂，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否会在此时因恐惧而远离股市呢？

反之，当上证指数从6000多点跌至4000点，大多数人在此时已经开始恐惧，你是否会在此时因贪婪而买入股票呢？

如果大盘指数继续下跌到3000点，大多数人在此时则更加恐惧，你是否会在此时因更加贪婪而大量买入股票呢？

如果大盘指数继续下跌到2000点，大多数人在此时极度恐惧，你是否会在此时因极度贪婪而满仓股票呢？

显而易见，在市场上涨（或下跌）过程中，你会面临很多次卖出（或买入）的时机。到底哪一次才是最佳的，永远只有在事后才知道。也就是说，即使你明白"在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪"的道理，你依然不清楚何时该买、又何时该卖。不仅如此，你反而极有可能在别人贪婪时卖得过早，或者在别人恐惧时买得过早。而一旦出现这种情况，你就需要解决另一个问题——清楚自己能够承受多大的贪婪与恐惧。由于投资者的知识、经验、性格、资金量等因素都各不相同，因此每一个人对贪婪与恐惧的承受能力也不尽相同。

何为对贪婪与恐惧的承受能力？简单来说，就是投资者能在多大程度上保证自己做到"在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪"。举个例子，假设市场从2000点涨到了5000点，在别人贪婪的时候你理论上应该恐惧从而卖出股票。那么如果市场又由5000点继续上涨至10000点，则意味着你踏空了，你是否依然能"把持得住"？实际上，肯定会有不少人又会在市场上涨过程中再次买入，而这也就意味着你对贪婪丧失了承受能力。反之，如果市场从10000点跌至5000点，在别人恐惧的时候你理论上应该选择贪婪从而买入股票。但如果市场又由5000点继续下跌至2000点，则意味着你被套牢了，你是否依然能淡定如初？当你无法忍受市场下跌所带来的恐惧从而在套牢之后选择卖出，则意味着你对恐惧也丧失了承受能力。由此可见，"在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪"不仅仅是说说那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单。你必须先了解你自己对贪婪与恐惧的最大承受能力，因为有些贪婪和恐惧或许是你一生都无法承受的。最后，你应该懂得如何将理论化的语言落实在具体交易上。我们都知道巴菲特是投资界有名的“段子手”，很喜欢说一些通俗易懂的投资格言。这句“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”的格言初听起来很有道理，但对于具体交易而言却缺乏实质性的指导意义。你既无法依靠它确定准确的买卖时机，也无法依靠它确定最佳的买卖策略。在别人贪婪时我们应该恐惧，但在具体交易上我们应该按什么策略卖出呢？是应该一次卖出还是分批卖出？如果分批卖出，每次又该卖多少？反之，在别人恐惧时我们应该贪婪，但在具体交易上也存在着同样的问题。如果这一系列的具体交易问题都不能很好地解决，仅凭一句话就想在股市上“赚大钱”，简直是痴人说梦。

而除了“不求甚解”，另一个主要“症结”就在于巴菲特的思想常常被我们误读，其中最大的一个误读就是长期投资。我们知道，巴菲特曾多次强调“如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟”。这使得许多人固执地相信，坚持长期持股不动甚至是“死了都不卖”就能获得成功。甚至不少高位套牢的投资者也错误地以为，他们通过长期坚守等待回本解套其实就是在践行巴菲特的长期投资策略。毫无疑问，这类观点和做法都是十分错误的。这些效仿者只看到了巴菲特投资模式的表面，却没有真正理解其策略的实质——这样的长期投资不仅完全误解了巴菲特的价值投资理念，也违背了巴菲特“绝不亏损”的基本原则。而由于未能参透巴菲特投资策略的玄机，一味地东施效颦、刻意模仿，只会让投资者失去自我，并使得复制的结果严重“失真”。所以，真正采取长期投资并能获得不菲投资回报的交易者少之又少，也就不足为奇了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
何以解忧

取法于上，仅得为中；取法于中，故为其下。

——《帝范·崇文篇》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

巴菲特长期成功的投资记录使无数人为之倾倒，他在投资领域的聪明才智使整个投资界都为之着迷。然而，全世界学习了巴菲特数十年，直到今天仍没有人能够复制或者超越巴菲特的成功。他的投资方法虽然看起来简单易懂，却让无数的投资者铩羽而归。这种学习效果上的巨大偏差不仅否定了我们既往的所有努力，也颠覆了我们以往对巴菲特的所有认知，迫使我们不得不对巴菲特的投资体系再次进行审视和思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资而言，成功的方法之一就是学习成功者的思想、复制成功者的行动。巴菲特也曾说过：成功的捷径，就是与成功者为伍。事实上，巴菲特最初也是热衷于技术分析和频繁的短线交易，却一直业绩平平。后来，他有幸接触到格雷厄姆的价值投资策略，便彻底抛弃了以往那种“追涨杀跌”的操作模式。而在系统地学习了格雷厄姆的价值投资之后，他又吸收了费雪的投资精髓，并将二者完美融合，才有了后来的成功。今天无数人学习巴菲特，但所学内容往往错误或片面，导致学习效果集体不尽如人意。而这种学习现状，值得我们每个人去反思和再研究。

耐得住寂寞，守得住繁华

古往今来，成功者往往都是那些耐得住寂寞的人。因为但凡成功之人，往往都要经历一段孤立无助、被他人误解甚至嘲弄的寂寞时光，犹如独自一人在黎明前的黑暗中前行、在孤独寂寞中忍耐和等待。

看似平淡无奇的业绩

在资本的世界里，最为“寂寞”的当然要属巴菲特。在投资业绩上，他俨然已成为资本江湖里的“独孤求败”，享受着“高处不胜寒”的寂寞。在投资行为上，他依然是孤独的行者——当大家都在不计成本地抛售股票时，他却如“独钓寒江雪”的“蓑笠翁”在默默地抄底；当大家都在高呼牛市万岁时，他却悄悄地退隐江湖。在投资理念上，他同样是寂寞的，顶礼膜拜者无数但真正懂他的又有几人？尽管掌握巴菲特的投资理念并不困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难，但很少有人能像他一样耐得住数十年如一日的寂寞。不过恰恰是那份众人无法读懂的寂寞，才让他取得了众人难以企及的成就。

通过分析伯克希尔公司过去52年（1965—2016年）的投资业绩，我们可以发现：

他在52年之中，投资收益率超过50%的只有1年；

他在52年之中，投资收益率在40%～50%之间的有5年；

他在52年之中，投资收益率在30%～40%之间的有7年；

他在52年之中，投资收益率在20%～30%之间的有9年；

他在52年之中，投资收益率在10%～20%之间的有9年；

他在52年之中，投资收益率在0～10%之间的有19年；

他在52年之中，投资收益率为负的只有2年。

粗略一看，巴菲特历年的投资业绩是多么普通无奇：他在52年之中有30年的收益率都在20%以下，仅有1年获得了超过50%的收益率。看起来如此低的收益水平，如果不告诉你“是出自巴菲特之手”，恐怕会被许多投资者嘲笑和不屑。然而这的确就是巴菲特真实的“成绩单”，和那些一年翻几倍甚至十几倍的投资者相比，的确是“不入流”。但正是这份看似普通无奇的“成绩单”，让巴菲特在股坛长期“傲视群雄”，更让许多人惊叹不已：

为什么在52年之中没有一年投资收益率超过60%的人能成为世界首富？

为什么在52年之中有21年的投资收益率低于10%的人能称霸股坛？

为什么凭借着一组看似并不惊艳的（甚至在中国不可能会被关注的）历年收益率，就能成为人人敬仰的“股神”？

神奇的复利

巴菲特财富增长的秘诀不在于一两年的暴利，而在于持续稳定的复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。所谓复利，简单来说就是把每一分赢利全部转换为本金再进行投资，也就是我们常说的利滚利、钱生钱。在 1994 年内布拉斯加大学的演讲中，巴菲特曾用“滚雪球”比喻“复利”从而一语道出了自己成功的真谛。他说：“复利有点像从山上往下滚雪球。最开始时雪球很小，但是往下滚的时间足够长（从我买入第一只股票至今，我的山坡有 53 年这么长），且雪球黏得适当紧，最后雪球就会很大很大。”

一则古老的传说

复利，是一种看似简单却违反“视觉效果”的增长方式。有一个古老的故事，可以形象地说明复利所拥有的强大“能量”。

很久以前，印度的舍罕王发出一道诏谕：谁能发明一件既能让人娱乐，又能使人在娱乐中增长智慧的东西，本王就让他终身为官，并允许他任意挑选皇宫中的贵重物品。宰相西萨班・达依尔在家中琢磨了许多天，终于发明了 64 格国际象棋。国王大喜，便问宰相需要得到什么赏赐。宰相答道：陛下，为臣别无他求，请您在棋盘上的第一个格子里放入 1 粒麦子，第二个格子里放入 2 粒，第三个格子里放入 4 粒，第四个格子里放入 8 粒……以后每一格子都比前一格子加一倍，直到棋盘上所有 64 个格子全部放满麦粒，这样我就心满意足了。

国王一听，心想宰相太小家子气了，所以笑着说道：“爱卿，你所求的并不多啊，本王必定如你所愿。”便令人扛来一袋麦子，并按宰相所要求的方式摆放麦粒。第一格放 1 粒，第二格放 2 粒……不到第 20 格，一袋麦子就已经摆完了。随着麦粒数目一格接一格地迅速增长，先是人扛，后来是马车拉，再后来一个粮库也填不满一个小格。此时舍罕王终于知道，即便运来全印度所有的粮食也兑现不了他对宰相许下的承诺。

那么，宰相要求得到的麦粒到底有多少呢？我们自己也来算一算：

宰相所求的麦粒总数 $= 1 + 2 + 2^2 + 2^3 + 2^4 + \cdots\cdots + 2^{62} + 2^{63} =$ 18446744073709551615（粒）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个数据同样太过抽象，要将其具体化才便于理解。据粮食部门的测算，1 吨小麦大约有 2000 万粒。那么照此计算，舍罕王得给那位宰相 9000 亿吨小麦。2014 年全球小麦产量为 7.25 亿吨，也就是说即使以今天的农业水平来计算，也需要全世界生产 1200 多年！复利的威力，由此可见一斑。

复利在投资中惊人的表现

在投资上，复利所产生的效果同样十分惊人。一个不大的基数与一个即使很小的增长率，假以时日都可能膨胀为一个庞大的天文数字。充分利用神奇的复利效应能够让任何投资者获得真正的长期收益，即使你不是巴菲特。假设一个 20 岁的年轻人以 1 万元开始投资，如果可以保证每年获得 20% 的回报率，到 70 岁时他就可以拥有 9100 万元！如果将每年的回报率增加至 25%，那么他能获得的财富将超过 7 亿元；但如果将每年的回报率下调至 15%，则仅有 1083 万元。也就是说，比 20% 的回报率仅仅高出 5%，就能多赚 7 倍；仅仅低 5%，则能少赚近 90%。无怪乎爱因斯坦曾说：“复利是人类最伟大的发明、是宇宙最强大的力量、堪称是世界第八大奇迹，其威力甚至超过原子弹。”

表 3-1　复利效应与投资时间表　　单位：年

回报率	本金翻 N 倍所需的时间			
	1 倍	2 倍	3 倍	9 倍
4%	18	28	36	59
6%	12	19	24	40
8%	9	15	18	30
10%	7	12	14	24
12%	6	10	12	20
15%	5	8	10	16
20%	4	6	8	12
25%	3	5	6	10
30%	3	4	5	8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多人会对巴菲特所追求的区区 20% 的长期复合收益率不以为然，但其实这已经是人类迄今为止所能达到的极限水平了。投资是一场“马拉松”而非“百米冲刺”，比的是耐力而不是爆发力。历史经验表明，在资本市场上能够做到长期稳定赢利是非常困难的——短期回报率超过 20% 的投资者有很多，但在长达数十年的时间里能实现这般收益的人却只有巴菲特一人。

永远不要亏损

看到这里，或许有人会说：“我也知道复利很厉害，我也知道应该像巴菲特一样追求长期复利，但是到底应该怎么做呢?”聪明如你，其实这个问题恰恰就是我主要想和你探讨的。再次“回味”巴菲特的复利投资，其目的是促使你思考：究竟如何才能像巴菲特一样实现长期稳定的复利回报？因为无数的事实已经表明：仅凭现在我们对巴菲特的认知和了解，并不能确保我们也能像巴菲特一样通过复利而获得成功，他身上肯定还有一些我们尚未了解的投资“秘密”。而要想找到这些“秘密”，就必须拓展我们的认知范围——不再局限于巴菲特已经告诉我们的，要试着从其他方面来寻找突破口。

我们应该去哪里寻找突破口呢？很显然，最直接的突破口就是巴菲特历年的投资业绩。如果你再仔细研究一下这些投资业绩，就会发现：巴菲特之所以会成功，不仅是因为他能“耐得住寂寞”，更是因为他能“守得住繁华”。那么对于投资而言，如何才能“守得住繁华”呢？在影响财富积累的所有因素中，没有任何因素比时间的影响更加全面而深远。时间可以将通货膨胀、赋税、投资收益率等其他因素的影响无限地放大。换言之，随着时间的推移，今天的亏损或盈利在数年之后将对你的投资收益产生越来越大的影响。而投资回报率的细微差别，也会随着时间的拉长显示出巨大的差异。因此，想要在投资上真正“守得住繁华”，就是要永远守

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住已经获得的盈利，确保其不会被通货膨胀、亏损、赋税等因素所“蚕食”。为了更直观地理解这个观点，我们就来做个小测验。

有 A、B 两位投资者各有 1 万元，分别进行投资：

投资者 A 的业绩是：第一年赚 100%，第二年亏 40%，第三年赚 100%，第四年亏 40%……如此投资 10 年。

投资者 B 的业绩是：第一年赚 20%，第二年赚 20%，第三年赚 20%……如此投资 10 年。

那么投资者 A 与投资者 B 谁的最终收益会更高？我们分别计算出二者的投资回报，就可以一清二楚。

投资者 A 的收益 $=1\times2\times0.6\times2\times0.6\times2\times0.6\times2\times0.6\times2\times0.6=2.488$

投资者 B 的收益 $=1\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2\times1.2=6.192$

十年下来，投资者 A 的年复合收益率只有 9.54%，远低于投资者 B 的 20%。

基于上述比较结果我们就不难理解，为什么巴菲特如此“普通”的业绩却能获得如此大的成功。原因就是他在 52 年之中仅仅只有 2 年出现过亏损，而亏损恰恰又是复利最大的“天敌”。无怪乎，巴菲特在解释他的成功秘诀时这样说道：“投资的第一条法则：永远不要亏损，第二条法则：永远不要忘记第一条。”不过巴菲特的这个解释只告诉了我们“永远不要亏损”的重要性，却并没有直接告诉我们怎么才能做到，而后者才是我们目前最迫切想要知道的。

投资成功的基石

既然我们已经知道了巴菲特的成功秘诀是“永远不要亏损”，那么接下来的任务就是要弄清楚如何才能做到这一点。乍一听来，“永远不要亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损”似乎并不现实。因为任何投资都会存在风险，不可能保证每一笔交易都能获利，所以亏钱基本上是很难避免的。那么在实际投资操作中，巴菲特又是如何做到的呢？熟悉巴菲特的人几乎首先都会想到他的“秘密武器”之一——安全边际。那么，安全边际是否真的能确保巴菲特“永不亏损”呢？我们不妨仔细探究一番。

安全边际

自从19岁时巴菲特在格雷厄姆的著作中第一次接触到安全边际原则之后，他就一直将它贯穿于自己的投资行为之中。即便如今已是耄耋之年的他，依然认为“确立一只股票的安全边际”是保证投资成功的不二法门，并曾感慨地说道：“安全边际原则仍然是正确且有效的，它永远是投资成功的基石”。尽管这一原则非常重要，但想要将它运用在实际交易中，还必须要有一个明确的可量化标准。正如巴菲特所说的那样，“我们强调在买入价格上留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会产生买入的兴趣。”同时，他又指出：“你在‘抄底’时也不要指望在其跌了95%或者90%的时候才去买入，这是很难的。”也就是说，尽管安全边际越大越安全，但达到什么样的程度才是一个有足够吸引力的安全边际，则完全是仁者见仁，智者见智。同样是内在价值为10美元的东西，有的人愿意以9美元买入，有的却愿意以5美元买入，也有人期望以1美元买入。哪一个价格才是合理的呢？巴菲特在格雷厄姆的基础上对安全边际的衡量标准做了进一步深化，将这个模糊的参考坐标精确化。在他心目中，理想的安全边际是“以40美分的价格购买价值1美元的东西”。按照这一说法，巴菲特的安全边际原则是要求股价相对于内在价值至少打4折。那么，这个4折的安全边际原则又有什么神奇的魔力呢？下面我们就通过几个真实的案例，来看看巴菲特在实际交易中是如何运用安全边际来确保自己不亏损的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的案例

第一个案例是对华盛顿邮报公司的投资。华盛顿邮报公司当时的内在价值至少为 4 亿美元，而当时公司的总市值却只有 8000 万美元，相当于股票打了 2 折，远低于巴菲特 4 折的标准。而如果当时公司的市值继续从 8000 万美元跌到 4000 万美元，则相当于股票打 1 折，对于巴菲特来说简直是天上掉馅饼。40 年之后，这笔投资为巴菲特带来了超过 100 倍的收益。

第二个投资案例同样堪称“股神”的经典之作。2000—2003 年，香港恒生指数从 17444 点连续下跌到 8608 点，跌幅超过 50%，市场一片恐慌。就在此时，巴菲特以每股 1.6 ~ 1.7 港元的价格大举买入中石油 H 股 23.4 亿股。巴菲特购买中石油 H 股的理由很简单，因为它此时已经具备了足够的安全边际。2008 年《致股东的信》中描述道：“在 2002 年和 2003 年，伯克希尔用 4.88 亿美元买入中石油公司 1.3% 的股权。按照这个价格，中石油公司的价值大约为 370 亿美元。查理和我那时感觉该公司的内在价值大约应该为 1000 亿美元。到 2007 年，两个因素使得它的内在价值得到很大的提高：油价的显著攀升，以及中石油公司管理层在石油和天然气储备上面所下的大功夫。到 2007 年下半年，公司的市值上升到 2750 亿美元。通过与其他大型石油公司比较以后，我们认为它达到了应该有的价值。所以，我们把手里的中石油股票卖了 40 亿美元。”

不难看出，内在价值应为 1000 亿美元的中石油，在巴菲特买入时市值只有 370 亿美元左右，相当于打了三七折，也是一笔超级便宜的买卖。不仅如此，根据中石油 2002 年年报的数据，当时中石油每股收益为 0.27 元，每股净资产为 1.69 元。以此计算，巴菲特买入中石油时市盈率不足 7 倍，市净率 1 倍左右。与此同时，当时的中石油 H 股每股有将近 0.1 港元的派息，相对于巴菲特的买入价格，股息率已高达 6%，远高于当时世界上任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何一个国家的存款利率。也就是说，就算中石油的股票没有涨，巴菲特能够拿到的分红也要远高于把钱存在银行。中石油的价值被低估得如此严重，安全边际如此之高，却被他人视而不见。更有分析师公开反对，认为“巴菲特买中石油是犯傻”。当然，这笔交易最终的结果却给了这些反对者最有力的回击。2007 年，巴菲特以每股 13.47 港元的均价先后 7 次减持中石油股票，至清仓时已在中石油身上净赚了 277 亿港元。4 年时间，不包括每年的分红派息，巴菲特投资中石油的账面盈利就超过 7 倍。

从这两笔交易可以看出，以 4 折的安全边际作为投资“门槛”，能在很大程度上保证巴菲特日后获得可观的投资收益。

安全边际是否百战百胜?

那么有了安全边际作为保障，是否真的就不会遭遇亏损了呢？当然不可能。我们再来看看第三个交易案例。这一次巴菲特投资了康菲石油，但安全边际原则并没有让他再次风光无限，反而遭受了数十亿美元的损失，可谓是“成也石油、败也石油”。

巴菲特在 2008 年投资康菲石油时，同样也是达到了足够的安全边际才买入的。当时的康菲石油不仅业绩优秀——过去十年间销售收入增长了 25 倍，而且价格被大幅低估——当时的市净率只有 0.76，远低于他的对手美孚石油公司 3.1 的市净率，甚至低于买入中石油时的市净率。而除康菲石油以外，“股神”还有不少的失误。例如，尽管巴菲特基于安全边际投资华盛顿邮报公司，最终获得了高额回报，但这笔交易一开始就“套牢”了巴菲特长达四年之久。此外，职业生涯中从未投资过科技股的巴菲特于 2011 年宣布开始建仓国际商业机器公司（International Business Machines Corporation，IBM）的股票。截止到 2015 年底的四年间，亏损高达 16 亿美元。由此可见，即使是严格遵循安全边际原则的巴菲特，实际上也很难做到在投资上永不发生亏损。安全边际并不是投资的万能险——即使一只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票存在足够的安全边际，你也可能会遭遇投资失败。因为安全边际仅能保证你获利的概率比损失的概率更高，并不能完全保证投资者稳赚不赔。

如此一来，有人或许会问：既然巴菲特也无法基于安全边际做到“永不亏损”，那么这一原则是不是就没意义了呢？答案当然是否定的。毫无疑问，安全边际原则是巴菲特投资成功的重要基石，它在很大程度上降低了投资失误的可能性，从而在一定程度上保证了不亏损。但这并不意味着，有了安全边际投资者一定就会成功。巴菲特的失败案例表明，安全边际是“股神”的长寿秘诀之一，但它并非是全部的秘密。那么一个新的问题产生了：除了安全边际，巴菲特是否还有其他的制胜法宝，可以做到永不亏损呢？是靠筛选“超级明星”股，还是靠不熟不做，或者是靠逆向投资，抑或是靠“买入并持有”的长线投资？我们只有继续寻找答案。

狷介之士

资本市场是一个很容易让人丧失理智的地方，很多聪明人一旦进入其中就会变得“没脑子”、随大流。而这样的人一旦多了，就会使得市场中的贪婪与恐惧常常群体性地出现，从而形成一种独特的现象——“羊群效应”。羊群效应是动物的本能，也是人类最常见的一种从众心理，它容易让人落入各种盲从的骗局或陷阱之中。在充满血腥与残酷的资本市场上，“羊群”注定逃脱不了被捕杀的命运，而只有“狼”才能生存。巴菲特就是一只“狼”，而且是一只孤独的“狼”。他的孤独源于其自身特立独行的思考和行为方式：当众人都沉浸在“集体疯狂”（madness of crowd）之中无法自拔，巴菲特却依然能始终保持清醒和理性；许多投资者对一路上涨的股票非常着迷，巴菲特却从不去争抢热门股；巴菲特看好的投资常常令其他投资者深感意外甚至困惑不已，但结果却总是证明他独具慧眼……巴菲特的投资举动与世人总是如此格格不入，以至于许多人都将他视为特立独行的最佳代言人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特立独行的标志之一：独立思考

无数事实证明，在证券市场上盲目地跟着他人随波逐流无异于“自杀”。所以，格雷厄姆曾告诉巴菲特两个投资秘诀：“在华尔街要想投资成功，一要正确思考，二要独立思考。”很显然，巴菲特确实将导师传授的这两个秘诀一直铭记于心。他在投资实战中之所以总是另辟蹊径，就在于他一直采用与众不同的思考方式来看待市场。

如今，因特立独行而著称的巴菲特，也在不断地告诫后来的投资者要学会独立思考。他认为，“做优秀的投资者并不需要高智商”，只需拥有“不轻易从众的能力”。即使你面对的是专业人士，亦不能一味地盲目跟从。你或许可以听取经纪商或投资顾问的一些建议，但如果将决策权完全交给他们，就失去了独立思考的能力。这就好比“是否要理发应该由自己决定，而不是要去问理发师”。

特立独行的标志之二：内部计分卡（Inner Scorecard）

每当市场与巴菲特的投资观点相左，他不会一味地去迎合市场，而是坚守他自己一贯的投资策略与准则。而这种在投资决策时始终坚持自己的标准和原则，并完全相信自己所做的判断，从而避免随波逐流或摇摆不定的行为准则，就是巴菲特常说的“内部记分卡”。古语有云：“不忘初心，方得始终。”这句话用来形容巴菲特半个多世纪的投资轨迹是再贴切不过了，因为这位从不追涨杀跌、从不随波逐流的投资天才一直在坚守着自己投资的“初心”，并凭借着这份“初心”安然渡过了一次又一次危机。对投资者来说，“初心”就是他们进入资本市场之初所坚持的投资原则和策略。实际上，每一位价值投资者在刚进入市场时都带有类似的“初心”。不过时间一长，大多数人却因无法忍受长期坚守所带来的“寂寞”或因抵挡不住“想赚快钱”的诱惑而逐渐改变了最初入市的信念和原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特立独行的标志之三：不熟不做（能力圈）

众所周知，巴菲特尤其偏爱那些自己非常熟悉的行业和公司，而不会去投资一个从未了解过的项目。其中最著名的例子就是，巴菲特在1999年大牛市中对网络股和科技股“敬而远之”。由于巴菲特当时绝不染指自己不了解的网络股和科技股，所以在这次大牛市中的投资回报率非常不理想。1999年，标准普尔500指数上涨了21%，而巴菲特的收益率却仅仅只有0.5%，两者相差20%多。不仅如此，这种“不懂不做”的投资理念还使得巴菲特错失了许多赚大钱的机会——不仅让他错过了1999年上涨30倍的高通公司（Qualcomm），还让他错过了2年内上涨100倍的雅虎（Yahoo）公司以及10年间上涨了1000倍的戴尔（DELL）计算机公司。尽管如此，巴菲特依然相信在“龟兔赛跑”中获胜的是乌龟而不是兔子。不久，美国股市就开始出现大跌。2000年美国标准普尔500指数下跌了9.1%，2001年又下跌了11.9%，2002年再次下跌了22.1%，三年累计的下跌幅度超过了50%。而与此同时，巴菲特的投资业绩却不降反升。事实最终证明巴菲特不熟不做的投资策略是正确的，从而使得越来越多的投资者佩服他的长远眼光。

特立独行的标志之四：对待股市涨跌的态度

在资本市场上，很多投资者喜欢“买涨不买跌”。这些人之所以在股价高企的时候依然还敢买进，是因为他们坚信：虽然自己以这个价格买入很傻，但在买入之后还会有更傻的人以更高的价格从他们手中买走股票，所以今天高价买入并不算傻。而当股市下跌时，人们又往往寻思：即使割肉也要抛售，现在这个价格不卖，将来的价格还会更低，甚至变得一文不值。与大多数人不同，巴菲特对待股市涨跌的态度截然相反——他总是乐于看到股市暴跌，却对股价快速飙升避之不及。他认为，“股票市场下跌在某种情况下不是坏事，投资机会正是从投资退潮中显露出来的。”因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他总是在股市“风声鹤唳”时疯狂扫货，以获得极低的持股成本。而当股价大幅上扬时，则是他将股票获利兑现离场的时刻。

特立独行的标志之五：远离市场

巴菲特深知，在股市这个大赌场中有太多的噪声可能会影响到自己的思想。天天身处于这种嘈杂的市场之中，想要依靠自身强大的定力以免受市场的诱惑是很困难的。唯一的办法，就是与“市”隔绝。所以许多人都发现，巴菲特的办公桌上连一台电脑都没有。在这个数据终端和电子信息大行其道的年代，他这样做的目的正是要远离市场，逃避华尔街喧嚣的噪声，让自己的头脑保持独立和清醒。因为一个迷失在股市之中的交易者，注定会看不清自己，更不可能看清市场。

而为了让自己进一步远离股市，巴菲特选择居住在自己的老家——美国中部内布拉斯加州的奥马哈市，相当于中国一个三四线的小城市，城市人口不到40万。他在1968年接受《邓氏评论》杂志采访时说道：“奥马哈不比别的任何地方差，在这儿你可以看到整片森林；而在纽约，你的视线则会被树木所遮挡。”对方问巴菲特：“人们不是都说纽约人容易得到内幕消息吗？这对您的投资难道没有影响吗？”巴菲特回答说：“有了足够的内幕消息，再加上100万美元，你在一年内就可能破产。”

特立独行的标志之六：不预测市场

贪婪的市场以恐慌为食、恐慌的市场以贪婪为饵。在资本市场上到底何时该恐慌，何时该贪婪呢？市场永远不会给我们提供标准答案。然而有些人似乎已经找到了“答案”——通过预测市场未来的走势来克服人性中的“阿喀琉斯之踵”。这些人十分看重预测市场的重要性，希望以这种方式抄底逃顶，以提高投资收益，并且深信“只有准确预测，才能确保行动成功”。遗憾的是，没有一个人能一直准确地预测出明天股市的走势。因为如果这个世界上真的有人能够持续准确地预测出未来股市的走势，便能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻松超越巴菲特成为最富有的人。而事实上，这种人至今都没有出现过。

市场预测只是人对资本市场未来可能出现的各种变化的一种预判，归根结底只是一种市场观点，并不代表也不可能左右未来市场本身的走向。在股市上涨时，人们往往过分乐观，倾向于预测牛市是一直向上的，于是预测的股票价格也是水涨船高；而在股市下跌时，人们往往过分悲观，倾向于预测熊市将一直持续，进入漫漫长夜，于是预测的股票价格没有最低，只有更低。所以巴菲特认为，聪明的投资人不应该去预测市场走势，而应该利用这种市场的“情绪化”去获利。

特立独行的“药效”如何呢?

毫无疑问，特立独行是促进巴菲特成功的一个重要品质，也的确非常值得我们学习和借鉴。然而特立独行却并不是我们想要找的“灵丹妙药”，它依然无法保证巴菲特做到“永不亏损”，无法确保能够实现长期稳定的复利。和许多普通投资者一样，特立独行的巴菲特同样也会遭遇投资失败和失误；但问题的关键在于结果却完全不同：巴菲特能够做到“败而不倒”，而其他投资者却往往是一败涂地。我们无法用特立独行来解释为什么巴菲特即使经常犯错也极少亏损，无法解释为什么其他投资者按照巴菲特特立独行的方式去投资却极少有成功者。很显然，这其中必定有“蹊跷”，而这其中的“蹊跷”才是我们更需要探究的。

而另一方面，虽然巴菲特在行为方式上所体现的特立独行——无论是独立思考、内部计分卡、不熟不做，还是逆向交易、远离市场、不预测市场——看起来都并不复杂，但想要真正做到并一直坚持下去却并非易事。因为特立独行的投资者注定要饮尽孤独和寂寞、注定要忍受无趣的嘲讽、注定要独自在黑夜中等待光明的到来。他们在成功之前常常被他人叫作“疯子”，而在成功之后别人才开始称他们为“天才”。所以，特立独行者需要有一颗能够顶住巨大市场压力、心理压力、社会压力的“大心脏”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够使他们真正做到逆向思考和逆向行动，并坚定地做市场中的极少数派。从投资心理学的角度来讲，如果一个投资者想永葆特立独行的本色，除了内心的强大，还需要有投资业绩提供源源不断的勇气。因为接连不断的投资失败会让投资者开始怀疑自我，严重者甚至会完全放弃原有的观点和立场，并最终选择相信“市场永远是对的，错的一定是投资者”。由此可见，特立独行未必能保证“永不亏损”，但“永不亏损”却能支撑和保护特立独行者的强大内心。

浮存金：成功的终极秘密?

巴菲特在投资领域取得了令人惊羡的成就，但他的成功却至今无人能超越。于是，许多人不断反思其中的原因，找来找去终于找出一个比较“靠谱”的理由——保险浮存金（Insurance float）。

功不可没的浮存金

对于一家保险公司而言，客户必须先支付保险费用，且支付的金额和时间都是确定的；而后保险公司再向客户支付赔偿费用，且支付的金额和时间往往都是不确定的。于是，在“已收取的保险费用”和“待支付的赔偿费用”之间就存在着一个巨大的资金差额，即为保险浮存金。在1997年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特曾这样写道：“自从1967年我们进军保险业以来，我们的浮存金每年就以21.7%的复合增长率在不断增加。更棒的是，这些资金完全不用成本，事实上它还能帮我们赚钱。可惜讽刺的是，就会计原则而言，浮存金在会计报表中属于负债。但实际上，这些负债对于伯克希尔而言，其价值远高于列在账上的其他股东权益。”正是因为巴菲特这样不断地“点赞”，使得许多投资者都相信：利用保险浮存金去投资就是巴菲特成功的终极“秘密”，也是世人无法复制巴菲特的真正原因。而许多关于巴菲特的书籍，对此也是津津乐道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可否认，如今的伯克希尔·哈撒韦公司早已发展成为一家多元化投资的保险王国，旗下的保险公司包括 GEICO 汽车保险公司（GEICO Auto Insurance）、通用再保险公司（General Re Corporation）、伯克希尔·哈撒韦再保险集团（Berkshire Hathaway Reinsurance Group）、伯克希尔·哈撒韦基本保险集团（Berkshire Hathaway Primary Group）、伯克希尔·哈撒韦本州公司（Berkshire Hathaway Homestate Companies）、伯克希尔·哈撒韦专业保险公司（Berkshire Hathaway Specialty Insurance）、应用承保公司（Applied Underwriters）、中部州保险公司（Central States Indemnity Company）、捷威承保险销售公司（Gateway Underwriters Agency）、伯克希尔·哈撒韦护卫保险集团（Berkshire Hathaway GUARD Insurance Group）、医疗防护保险公司（Medical Protective）、国民保险公司（National Indemnity Company）、国民火灾及海事保险公司（National Fire & Marine）以及美国责任保险集团（United States Liability Insurance Group）等十余家。也不可否认，巴菲特在投资中所需资金的主要来源之一就是旗下的保险子公司所产生的大量浮存金。而源源不断的浮存金也使得巴菲特具备了雄厚的投资实力，完全不用为资金发愁，并成为他数十年来赚取超额利润的重要基础。对于保险浮存金在伯克希尔成功道路上功不可没的地位，巴菲特也曾多次谈及并给予了认可。

与其他公司不同，一家保险公司能够通过两种方式带来源源不断的现金流：（a）承保利润或营业利润，以及（b）浮存金。尽管承保利润也很可观，但与浮存金相比仍是小巫见大巫。据统计，浮存金约占每年伯克希尔·哈撒韦公司投资金额的 50%。2013 年及 2014 年，伯克希尔·哈撒韦公司获得的承保利润为 16 亿美元和 30 亿美元。与此同时，公司账面上的浮存金数量高达 772.40 亿与 839.21 亿美元。因此，曾有研究者一针见血地指出：巴菲特采用保险浮存金来促进公司净值的增长，相当于使用了约 1.6 倍的零成本杠杆。在过去 52 年间伯克希尔·哈撒韦公司的年复合增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为19.0%，剔除约1.6倍的杠杆的影响后，巴菲特的年复合收益率仅为12%。伯克希尔保险浮存金的历史数据如表3-2所示。

表3-2 伯克希尔保险浮存金的历史数据

年	保险浮存金（百万美元）	复合增长率（%）
1970	39	
1980	237	607.69
1990	1632	688.61
2000	27871	1707.78
2010	65832	236.20
2014	83921	127.48

钱从哪里来？钱到哪里去？

那么问题来了：在剔除保险浮存金对伯克希尔·哈撒韦公司的贡献之后，我们真的能把巴菲特拉下神坛吗？拥有了保险浮存金，巴菲特就一定能够实现“永不亏损”吗？

虽说投资本质上就是“钱生钱”的游戏，而手握金钱支配权则是游戏获胜的一个重要前提；然而想要真正让钱生钱，就必须弄清楚两个问题——钱从哪里来？钱到哪里去？我们首先来看第一个问题，钱从哪里来？这一个问题不仅仅是要回答资金的来源，更重要的是要清楚资金的成本。因为资金的成本过高，就变成了名副其实的“借钱炒股”或“负债炒股”。所以拥有保险浮存金固然重要，但更值得关注的是浮存金的使用成本。当然，巴菲特之所以敢使用保险浮存金进行投资，想必其使用成本是极低的。英国《经济学人》（The Economist）杂志曾于2011年发表文章称，巴菲特的保险浮存金平均成本在2.2%左右。也就是说，巴菲特用这些浮存金来投资，只要每年的收益率高于2.2%，就能稳赚不赔。对于浮存金的成本，巴菲特在2000年《致股东的信》中也有过详细的阐述：“保险是我们最主要的本业，当然其他事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有：（1）这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个行业所能产生的浮存金数量；（2）以及它的成本；（3）最重要的是，这些因素长期的展望。……在这期间保险公司会将资金运用在其他投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以应付最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本。当一家公司取得的浮存金成本，就长期而言低于从其他渠道获得资金的成本时，它就有了存在的价值。否则一旦保险业取得的浮存金成本远高于货币市场利率，它就像是一颗极酸的柠檬。"

聊完了钱从哪里来，我们再来看看第二个问题——钱到哪里去？这个问题又包括两点：一是钱最终流向何处，二是钱应该投向何处。如今的伯克希尔·哈撒韦公司，保险业务与投资业务已经成为貌似完全独立实则相互依存的两大领域。巴菲特把保险业务彻底放手交给他人管理，而他自己则亲自挂帅负责将公司所获得的现金流进行对外投资，赚取更多的收益和现金流以促进资金良性循环。那么，浮存金最终会流向何处呢？从本质上来说，虽然巴菲特能够利用浮存金的"时间差"特性来进行投资，但浮存金本身并不属于巴菲特，而是要最终支付给客户的。

巴菲特也曾多次强调，"这些浮存金并不属于我们，最终将会进入别人的口袋里。在持有期间，我们可以用这些浮存金进行投资，为伯克希尔公司赚取投资收益。"这就意味着伯克希尔公司的保险浮存金并不能百分之百地用于对外投资，公司的账户上必须保留一定比例的浮存金以用于随时支付可能发生的赔偿。在 2010 年《致股东的信》中，巴菲特这样写道："我们伯克希尔公司承诺，将始终维持最少 100 亿美元的现金储备，为此我们通常都持有最少 200 亿美元现金。如此我们既可以承受前所未有的保险偿付（迄今为止最大的一笔保险偿付是因卡特里娜飓风带来的，高达 30 亿美元，对保险业来说是最昂贵的一次灾害），还能抓住收购或投资的机会，即使金融危机也不会影响我们。"当然，伯克希尔公司保留在账面上的保险浮存金数额不会是一成不变的，而是会不断增加的。因为伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的保险浮存金每年都在不断增长，所以需要向客户支付的潜在赔偿额度也会随之增加。

除了保留在账面上的那部分保险浮存金，其余的部分就可以让巴菲特拿去投资了。所以接下来，就是要明确第二点：钱应该投向何处。而这一个点，才是投资成败的关键所在。因为保险浮存金虽然能在一定程度上提升巴菲特的收益率，但如果用来投资依然会存在亏损的风险，甚至会放大亏损。也就是说，即使你真的和巴菲特拥有一样多的浮存金进行投资，也并不能保证你就一定能获得高额的投资回报。所以，真正的差别在于人，而不在钱。如果你仍然不同意这一观点，不妨试着回答以下三个问题：

（1）世界上的保险公司如此之多，规模能比肩伯克希尔的保险巨头也不在少数。每家保险公司都能获得浮存金，但这些保险公司却为何没能像伯克希尔·哈撒韦公司一样获得成功呢？

（2）世界上手握大量现金的投资者和投资机构如此之多，但为何成功者寥寥，而投资失败与破产者却比比皆是呢？

（3）如果让你掌舵伯克希尔·哈撒韦公司，你能否取得和巴菲特一样的投资业绩？能否做到52年之中只有2年出现亏损？

这些问题的答案足以表明，浮存金的作用并没有我们想象的那么大。投资成功的关键在于投资者本身的能力，而非资金的多少。从逻辑上讲，保险浮存金并不是巴菲特投资成功的充分条件，也非必要条件。正如“武器是战争的重要因素，但不是决定性因素，决定性因素是人而不是物”，保险浮存金同样也是巴菲特投资成功的重要因素，却并不是决定性因素。事实上，巴菲特在投资生涯的早期并未通过收购保险公司来获得浮存金，投资同样做得很成功。1956—1969年的14年间，尽管当时巴菲特手中没有任何浮存金，他的年均收益率仍高达30%。因此，保险浮存金并不是阻碍投资者成功复制巴菲特的主要障碍，而“需要保险浮存金才能成功”的观点肯定低估了巴菲特的投资水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的奥义

进入资本市场的交易者无不崇拜巴菲特这样的投资大师，都希望自己能像他一样成为市场的赢家。所以很多人都会听从巴菲特的建议——要投资而不要投机，因为投机是一种危险的行为。不过问题的关键在于，为什么我们在服用了巴菲特所开出的“药方”之后却并没有取得应有的疗效呢？

集体倒戈的“投资者”

一般来说，一剂药如果没有效果无外乎两个原因：一是患者没有坚持服药，二是药物不对症。毫无疑问，巴菲特的这个建议是“对症”的。我相信，所有学习和效仿巴菲特的人对这个建议的正确性都不会表示怀疑。所以，我们首先要排除的是“患者”（投资者）有没有坚持服用巴菲特所开出的“药方”。那么，“投资者”坚持“服药”的情况究竟如何呢？实事求是地说，相当不好。尽管很多投资者在进场之前也都制定了详细的投资计划，并希望能通过严守交易纪律来确保自己成功。然而在真正进入市场以后，情况就变得完全不一样了。一夜暴富的神话常常把这些所谓的投资者搅动得躁动不安，使得许多人为了追求更高的投资回报把之前的交易计划、投资理念统统抛在脑后，并奋不顾身地奔向了投机的怀抱。尤其是在大牛市中，投资者更容易被意外的高收益冲昏了头脑，从而让自己的整个投资行为都变得极端不理智，个人的欲望也开始膨胀——他们认为自己通过投机或许能赚到更多，甚至能轻松超越巴菲特。因此，许多尝到了“甜头”的交易者往往从此沉迷其中不能自拔，他们的投资行为逐渐被自身的欲望所驱使。在巨大的财富效应面前他们沦落为狂热的“赌徒”，投机成了他们最终的选择。

那么，为什么这些投资者会最终选择投机呢？有人会说，那是因为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些人意志不坚定，抵挡不住投机的诱惑。这样的解释，当然没有错，却并不全面。客观来讲，这种“阵营倒戈”现象的出现，不仅是因为投机能在短时间之内给交易者带来巨大的暴利，使他们情难自已，更是因为这些人根本就不清楚投资究竟比投机好在何处。换句话说，虽然所有人都知道“要投资而不要投机”的道理，但并不是每一个人都清楚为什么要这么做，以及这样做又会让自己得到哪些“实惠”。

投资与投机的区别

投资到底比投机好在哪里？想要回答这个问题，就先要弄清楚投资与投机的区别所在。对于这个问题，你或许会不屑一顾并心想：开什么玩笑，这点区别谁会不懂。

切勿停留表面

的确，从字面上来理解投资与投机之间的区别并不难。“如果你是投资家，你会思考你的资产，即你的企业将会怎样。如果你是一个投机家，你主要预测价格会怎样却并不关心企业。换句话说，投机家全身心地关注股价，而投资家则集中精力关注内在价值。”对于巴菲特这段关于投资与投机的论述，想必许多人都不会陌生。那么，你在读完这段话之后又是如何思考的呢？你不会真的只是按照字面意思来理解的吧？你不会真的相信，一个关注企业内在价值的投资者就一定能胜过一个关注股价走势的投机者吧？现实情况却是，许多投资派的交易者在实际交易中的业绩都赶不上投机派。不过，巴菲特却做到了。对此，你是否思考过这其中的原委吗？很显然，这些背后的“故事”远不是巴菲特的这段话所能包含的。所以，我们只能进一步深挖以寻找答案。

定量分析与定性分析

我们知道，巴菲特不仅建议投资者要投资而不要投机，还主张在投资时同时进行定量分析与定性分析。定性分析就是在确定“好公司”，即寻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找"超级明星股"；定量分析则是在确定"好价格"，计算出股票的内在价值和安全边际。他的定量分析是早期从格雷厄姆那里学来的，之后又接受了费雪的定性分析。巴菲特汲取了定量分析与定性分析的精髓，并将二者完美结合。他强调，在实际交易中定性分析与定量分析不能有失偏颇，两个方面的因素都要考虑。在 1964 年《致合伙人的信》中，巴菲特曾这样说道："我要强调，必须进行定量分析，而且定量分析是必需的最根本的分析，但同时定性分析也是十分重要的。我们喜欢良好的管理，我们喜欢良好的行业，我们喜欢在原来类似休眠一般昏昏沉沉的管理层或股东群体中具有一定数量的'骚动者'。但是，我们真正要的是价值。"

许多人在读完这段话之后，都会觉得，如果有人一味地大谈定性分析，或者一味地大谈定量分析，这些人都不是在真正地学习巴菲特；或者觉得，巴菲特正是因为始终坚持定量分析与定性分析"双剑合璧"，才让他的投资业绩"无敌于天下"。如果你有这种类似的感觉，不必感到奇怪。因为这段话的确会让人产生这样的误解——误以为巴菲特只投资定量分析和定性分析两方面都很优秀的公司。而这样一个误解也使得世人很少去思考：如果巴菲特找不到同时符合两种分析标准的公司，又会怎么办？很显然，在实际交易中定量分析与定性分析"两全其美"的股票是非常罕见的。

巴菲特也曾说："既是定量分析确认股价非常便宜又是定性分析得出的质地优良公司，这样的股票肯定能够给我们提供赚到大钱的绝好机会。但是这样的好事非常罕见。"而面对这种罕见的投资机会，巴菲特只有两种选择：等待"两全其美"的股票或者接受只有一方面符合标准的股票。在这两者之中，你认为他会选择哪一种呢？如果选择前者，巴菲特则很难实现每年稳定盈利的目标，他的投资业绩只会随着这种"罕见机会"的出现而呈现出脉冲式增长。所以，他只能选择后者。而如果选择后者，则意味着巴菲特要么以高价买入好公司、要么以低价买入坏公司。然而，无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择哪种方式，都无法保证巴菲特的投资能够实现长期稳定的盈利，更无法确保“永不亏损”。因此，定量分析与定性分析似乎依然无法解释我们之前对于投资与投机的疑惑。

格雷厄姆的标准答案

既然我们无法从巴菲特那里直接找到答案，就只能进一步追本溯源——从巴菲特的老师格雷厄姆那里寻找线索。那么，巴菲特的老师又是如何看待投资与投机的呢？格雷厄姆强调，明白投资和投机的定义是投资的第一要务。他曾担心“投资者”一词被媒体随意使用在所有资本市场参与者的身上，他认为“报纸不分情况地使用‘投资者’一词，所有买卖证券的人都被称为投资者，不论他买什么，为什么买，在什么价格买，或者是用现金还是用保证金买。……这激发了很多人与生俱来投机股市的兴趣”。不难看出，格雷厄姆是一位治学极为严谨的老师，他甚至不愿意让投机者打着投资者的名号去欺名盗世。在他看来，区别投资与投机虽然看似简单，却是一个根本性的认知问题。在本杰明·格雷厄姆与戴维·多德合著的《证券分析》一书中，对投资和投机给予了这样的定义：“投资就是在经过完整的分析研究之后，在本金安全的前提下获得安全收益的操作行为。不符合这一准则的操作就是投机。”格雷厄姆还进一步指出，“完整的分析研究”过程包括“描述、评价、选择”三个阶段性步骤。

描述阶段：收集所有的事实、数据和相关资讯，并用明智的态度去分析

评价阶段：判断所收集的信息是否有参考价值

选择阶段：判断讨论范围内的有价证券是否值得投资

毫无疑问，格雷厄姆的这一定义比巴菲特的解释更为言简意赅，也更为全面。巴菲特所指出的区别仅仅是涉及分析研究一个环节，即投资家分析研究的是企业的内在价值，而投机家分析研究的则是股票的价格走势。所以，巴菲特的话容易导致许多投资者误以为这就是投资者与投机者之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的全部区别，误以为只要对于企业的内在价值进行了完整的分析研究就是投资者的全部工作，误以为通过分析研究找到一只大牛股或者“超级明星股”就一定能够成功。他们似乎并不知道，根据格雷厄姆对投资的定义，投资需要同时满足“分析研究”“本金安全”“收益安全”三个条件。

弄清楚了投资与投机的区别，也就知道了投资的优势所在——安全性。有人肯定会说：“不对吧，如果说投资相较于投机的优势是安全性，那为什么还有这么多人会连续多年遭遇亏损甚至长期套牢呢?”原因很简单，因为这些所谓的“投资者”其实只是在投机——他们不仅不清楚投资的优势所在，也从未思考过如何确保本金的安全以及收益的安全。然而这两个环节，却恰恰是许多人即使手握大牛股却依然亏损连连的“命门”所在。幸运的是，巴菲特的投资行为在这方面已经为我们提供了最完美的注解。因此，我们接下来就是要弄明白，巴菲特是如何“在本金安全的前提下获得安全收益”的。只有当我们真正明白了这一点，才有可能理解为何巴菲特能在52年之中只有两年出现亏损，才有可能像巴菲特一样通过复利而获得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
股市长寿诀

投资从来都不简单，认为投资很简单的都是傻瓜。

——巴菲特的黄金搭档 查理·芒格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

证券投资是一个充满了未知和凶险的奇幻旅程，所以任何投资者都不要指望仅仅靠着冲动、直觉和运气就能获得长期成功。当然，反过来说，即使你付出了艰苦的努力并做足了充分的“功课”，也并不能保证百分之百成功。因为再完美的投资计划也有可能遭遇不测，再优秀的公司也有可能遭遇“黑天鹅”，再高明的投资大师也有可能遭遇亏损。因此，投资者想要在这样的旅程中有所收获，一个重要的前提和基础就是要保证自身的安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场就像是一个原始丛林，其中充斥着对你“虎视眈眈”的资本巨头、机构、游资、“庄家”、股评家、预言家……而大多数投资者的宿命，就是最终沦为这些凶残的丛林“捕食者”的盘中餐。在这里，每个投资者首要的任务就是学会如何在如此凶险的股市丛林中长期生存下来。作为“股市不死鸟”的巴菲特，同样深知，只要身处丛林之中，风险就无处不在。因此，他在股市丛林中生存的第一法则，就是做一种时刻保持“危机感”的动物。不过，巴菲特之所以能在这样一个危机四伏的环境中“逃脱捕食者的围追堵截并安然无恙地带走了丛林中的财富和宝藏”，除了因为他时刻保持着危机意识，更重要的是他具备了应对危机的能力与技巧。

伟大投资者的必备特质

伟大投资者应具备的七大特质

2008 年，美国塞勒斯资本管理基金（Sellers Capital Fund）创始人马克·塞勒斯（Mark Sellers）在哈佛大学发表过一次著名的演讲，演讲的题目为——你为什么不能成为巴菲特。

马克·塞勒斯认为，凭着哈佛大学的 MBA 学位，你或许能比普通投资者做得更好，成为一般级别之上的投资者，“但是你不可能永远以 20% 的复合回报率让财富增值，除非你的脑子在十一二岁的时候就有某种特质。我不确定这是天生的还是后天习得的，但如果你到青少年时期还没有这种特质，那么你就再也不会有了。在大脑发育完成之前，你可能有能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过其他投资者，也可能没有。来到哈佛并不会改变这一点，读完每一本关于投资的书不会，以及多年的经验也不会。”

马克·塞勒斯阐述了伟大投资者区别于一般人的 7 个特质。这些特质是伟大投资者的共同特征，是真正的优势资源。具体来说，这 7 个“在成年后无法通过后天学习而获得”的特质分别为：

第一个特质：在他人恐慌时果断买入股票，而在他人盲目乐观时卖掉股票的能力。

第二个特质：伟大的投资者是那种极度痴迷于此类游戏，且获胜欲极强的人。

第三个特质：有从过去所犯的错误中吸取教训的强烈意愿。

第四个特质：基于常识的与生俱来的风险嗅觉。

第五个特质：伟大的投资家都对他们自己的想法怀有绝对的信心，即使是在面对批评的时候。

第六个特质：左右脑都很好用，而不仅仅是开动左脑（左脑擅长数学和组织）。

最后一个也是最重要的，同时也是最少见的一个特质：在投资过程中，面对大起大落却丝毫不会改变投资思路。

从应对风险角度的解读

马克·塞勒斯的这篇演讲，从一个方面很好地解释了为什么全世界出不了第二个巴菲特——因为巴菲特身上所具有的这 7 个特质是任何人都无法复制的，哪怕你是毕业于哈佛大学的 MBA 精英。而按此推理，我们很容易就能得出另一个结论：既然连哈佛精英都无法复制巴菲特，那么作为非科班出身的众多普通投资者则更是不可能。当然，你也不必为此感到难过，这并不意味着你就不能继续学习巴菲特。即使这 7 个“无法逾越”的特质你可能终其一生都无法完全获得，但至少你可以将其作为自己奋斗的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标而给予更多的关注和思考。我们都知道，股市是一个危机四伏的地方——只要股市不关门，风险就永远存在。如果我们试着从投资风险的角度来思考和解读马克·塞勒斯的观点，那么他所谈及的7大特质实际上就可以看作是伟大投资者应对风险的7种能力。

特质一：识别风险的能力

识别风险是否在自己可承受的范围内，且只在自己可承受的风险范围内进行投资，是一位伟大投资者的基本特质。证券投资本身就是一项与风险为伍的事业，上涨时需要注意“泡沫破裂”的风险，下跌时又需要回避“火中取栗”的风险，几乎时时刻刻都要与风险打交道。而投资者如果想要最终规避和化解风险，首先就必须识别出“是否存在风险”，以及风险的性质、程度、规律等。而另一方面，资本市场中的许多风险也的确是可以被识别的，且存在一定的规律性。例如，市场风险在上涨的过程中不断累积，又在下跌过程中不断释放，周而复始。因此，巴菲特从来不在股市疯涨时买入股票，那样做无异于“自寻死路”。而到了人人都恐慌时，他则会果断买入自己心仪已久的股票，因为此时大部分的风险都已经被释放。

特质二：承担风险的能力

资本市场注定不是一片净土，更不会风平浪静；各种力量在这里犬牙交错，在这里混战厮杀。一旦踏入了这个凶险的资本“江湖”，你就无法逃避风险的纠缠。正所谓“人在江湖飘，谁能不挨刀”。然而任何一位伟大的投资者，都不会因为这里危机重重就望而却步。相反，他们乐于承担风险，并对化解风险火一般的热情、鹰一般的雄心、狼一般的斗志。他们极度痴迷于这个真真假假、尔虞我诈的投资世界，并且乐此不疲。

特质三：反思风险的能力

任何投资者在遇到风险时都难免会犯错，即使是“股神”亦不例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个地方摔倒一次可能不是你的错，但在同一个地方摔倒两次就说明你没有反思并吸取上一次的教训。伟大的投资者对风险同样有着超强的反思和总结能力，使得他们在下次遇到相同或类似的风险时能够从容应对。如此一来，困扰他们的风险将会越来越少。

特质四：预知风险的能力

真正的股市“斫轮老手”能在适当的条件下，结合自己的观察、经验和知识来预知是否有风险到来，就像有经验的渔民能通过观察海鸥的习性变化判断出前方是否有台风或海啸。这种超前预知风险的能力，也是一名伟大的投资者不可或缺的素质。虽说可能无法做到次次都神机妙算，但足以让他在真正的大风险来临之时能全身而退。

特质五：化解风险的能力

伟大的投资者总是执着地坚守于自己的内心，一旦设定目标就不会轻易改变。即使面对他人的指责与批评，也绝不会屈服于外界的压力而违心地顺从。他们之所以敢拥有这种近乎固执的自信和勇气，恰恰是因为他们具有化解各种风险的超强能力。俗话说得好，“没有金刚钻，别揽瓷器活儿。”能力，是支撑一个人自信心最重要的杠杆。一个投资者应对风险的能力越强，就越有底气坚守自我。

特质六：衡量风险的能力

每一个与巴菲特接触过的人都会告诉你，巴菲特拥有非凡的数学计算能力。数学是一种能够帮助我们控制风险的有力工具，将其灵活地运用在投资中，能够让我们始终处于有利的位置。伟大的投资者总是精于计算各种概率，尤其是各种风险的概率以及自己所能承受的风险大小。而通过计算风险可能导致的损失以及概率，可以在很大程度上消除投资的不确定性。

特质七：限定风险的能力

《诗经》有云：“靡不有初，鲜克有终。”一个普通投资者在涨跌不定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股市面前，想要凭借个人的力量去守护自己的梦想和道路，谈何容易。于是，许多人一旦投资受挫，就会试图寻找并尝试新的投资方法：一会是价值投资，一会是技术分析；一会是长线持有，一会是波段操作；一会是选冷门股，一会是追逐热点。事实上，这样频繁地更换投资方法不仅不能让自己获得成功，反而会给自己带来巨大的风险和经济损失。因为每一种投资方式或方法都有其固有的风险。如果不断地变化投资方式，就如同穿梭在各种风险的“枪林弹雨”之中。如此一来，投资者就很难对风险的范围进行限定，更无力应对捉摸不定的众多风险。反之，如果始终只坚持一种投资方式，就意味着将自己限定在这种投资方式所固有的风险范围之内。随着投资者能力和经验的不断积累，对这些固有风险也就越来越熟悉，应对起来也就越来越驾轻就熟。

真正的差距所在

这 7 种风险应对能力，不仅是伟大投资者实现财富长期积累的重要保障，也是他们区别于普通投资者的一个显著标志。而巴菲特作为伟大投资者中的灵魂人物，这几种能力在他身上更是有着最集中的体现。在 2006 年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特这样写道：“长期来说，市场将出现非比寻常，甚至诡异之极的举动。仅仅一次重大的失误就能够将之前的长期成功纪录全部抹杀掉。所以，我们需要生来就能辨认并规避重大风险的人，甚至包括那些前所未见的风险。”

从巴菲特挑选公司候选人的标准可以看出，他本人有着极强的风险意识，并极其看重接班人“与生俱来”的风险应对能力。而这些针对“候选人”所提出的风险应对能力的标准和要求，其实就是他本人最真实的写照。事实上，巴菲特之所以能长期穿越牛熊、独步股林，不仅仅是因为他找到了可口可乐、华盛顿邮报这些“超级明星股”，更是因为他对投资风险进行了战略性地防控和考量。而与巴菲特相比，许多价值投资者所缺少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的其实不是前者，而恰恰是后者。

君子不立于危墙之下

“股市有风险，投资需谨慎！”这句口号不知道喊了多少年，但真正能把这句话记在心上的投资者却寥寥无几。当然，你是如何对待风险的，风险就将如何对待你；你对待风险是如此的“心口不一”，那么风险对待你也必然是“两面三刀”。所以，当你遭遇了接连不断的亏损时，千万不要怨天尤人，也不要感叹“为什么受伤的总是我”，你要做的恰恰是反思自己在风险防控上到底做得如何。

对证券投资而言，所谓风险就是投资者的本金与收益遭受损失的可能性。在资本市场上，风险是一种普遍的客观存在——无处不在，无时不有，它永远与收益“结伴而行”。这就意味着，投资者必须始终与风险相伴——永远需要防控风险，却又永远无法完全回避或消除风险。而面对这样一种处境，投资者首要的任务自然就是熟悉和了解各种风险的所在。因为只有全面系统地学习、研究，并深刻理解投资活动中可能面临的各种风险（包括来源、种类、时间、发生的条件、特征、风险影响的评价等），才有可能构筑出一个牢不可破的风险“防御体系”。那么，证券投资中到底存在哪些风险呢？总体来说，证券投资中的风险基于其性质与影响范围的不同，可分为系统性风险和非系统性风险两大类。

系统性风险（Systematic Risk）

系统性风险，是指由于某种全局性的因素而导致的无法抗拒或回避的风险。这些因素可以来自于政治、经济、社会等各个方面。常见的系统性风险包括政策风险、经济周期风险、利率风险、汇率风险，以及自然灾害、战争等不可抗力风险。由于这些因素的影响无法完全控制，也不能被及时或正确地预测，其带来的影响一般都比较大。系统性风险无法通过分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散投资加以消除或防范，因此又被称为不可分散风险。投资者只能通过分析和预判系统性风险的影响程度来及时调整投资策略，以削弱系统性风险的影响。

政策风险

一个国家或地方政府经济政策的出台或调整，将会直接影响到某些行业和公司的发展前景和方向。例如，近年来，许多一二线城市推出的房地产限购政策。此外，一些看似并不相关的政策变化，也可能会间接影响证券市场的资金供求与价格波动。

利率风险

利率水平的变化，将直接影响证券市场上的资金总量。一般来说，利率上调会提高储蓄与固定收益产品的吸引力，从而导致资金从股市流出。此时，股市也会随之下挫。反之，利率下调则会鼓励资金回流到股市之中，股市也会相应地水涨船高。当然，偶尔也会出现股市与利率同时下行的情况，如2015—2016年的“资产荒”。

物价风险

物价风险又称为“购买力风险”，指的是由于物价变动而导致的金融市场风险。物价风险包括通货膨胀风险和通货紧缩风险。适度的通货膨胀对股市具有很强的助涨作用，但过度的通货膨胀却会对股市产生较强的抑制作用。与通货膨胀风险相比，通货紧缩风险对经济和股市的伤害力更为厉害。因为通货紧缩会造成上市公司正常的生产经营活动难以为继，以致发生严重的亏损甚至倒闭，股市自然也难逃下跌的命运。

市场风险

市场风险是资本市场中最普遍、最常见的风险，是由市场本身的内在运行规律所决定的，由市场的暴涨暴跌而直接引起的。当市场整体的价值被持续高估时，市场风险将逐渐加大；当市场整体的价值被不断低估时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场风险又陆续被释放。关于市场风险，一个离我们比较近的例子就是2015 年的 A 股股灾。

不可抗力风险

根据中国《民法总则》与《合同法》的明确规定，不可抗力是指“不能预见、不能避免和不能克服的客观情况”。不可抗力风险包括但不限于地震、火灾、旱灾、水灾、风灾、大雪、山崩等自然灾害，或是系统故障、通信故障、投资市场停止交易等意外事件，以及战争、动乱、政府干预、罢工、禁运等社会活动的发生。不可抗力风险具有极大的偶然性，既不可预见，也不可防控。

非系统性风险（Non－Systematic Risk）

非系统性风险，又称为“可分散风险”，是指由局部或微观因素变动所造成的风险。此类风险与整个资本市场之间并无全面或系统性的关联，可通过分散投资来加以化解，但并不能完全消除。非系统性风险属于个别风险，是由个别投资者、个别公司或个别行业中相对可控的因素所导致，所以一般只会对个别投资者、个别行业或个别公司产生影响。常见的非系统性风险包括决策风险、变现风险、财务风险、经营风险、信用风险、道德风险等。

决策风险

对于股票投资而言，决策风险是指投资者由于自身的决策不慎或失误而导致的交易风险。这种风险的发生往往与投资者的知识、经验、信息、心理等因素密切相关。而一个重大的决策失误，足以使投资者深陷困境，甚至濒临破产。

变现风险

变现风险又称“流动性风险”（Liquidity Risk），是指投资者无法在资本市场上以正常的价格将持有的投资标的出售或变现。例如，在 2015 年爆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发的 A 股股灾中，市场上出现了“千股跌停、千股停牌”的壮观景象。许多参与其中的投资者，都遭遇了变现困难的财务状况。

债务风险

债务风险，是指上市公司因融资不当或丧失偿债能力而导致的风险。一般来说，公司的负债比率越高，债务结构越不合理，就越可能发生债务风险。严重的债务风险不仅会导致公司经营困难，也会使公司的信誉受损，甚至还可能使公司因资金链断裂而遭受灭顶之灾。

经营风险

经营风险，是指上市公司在生产、经营或投资过程中出现不良状况而导致的风险。例如，由于行业竞争激烈而导致公司业绩恶化，由于行业周期变化而导致上市公司收益减少，由于对外投资项目失败而导致公司本金亏损，等等。上市公司出现经营风险，轻者可导致公司股价下跌，重者可导致公司退市甚至倒闭。例如，中国长江航运集团南京油运股份有限公司（＊ST 长油）在经历了 2010 年至 2013 年连续四年的亏损之后，终于在 2014 年初从上海证券交易所摘牌，成为央企退市第一股。

信用风险

信用风险也称“违约风险”，是指在证券到期时，证券发行人承诺的收益无法兑现，而使投资者遭受损失的风险。这类风险主要集中于债券或理财产品等固定收益类证券。例如，上市公司中科云网（原湘鄂情）曾于 2015 年 4 月 6 日发布公告：由于公司的资金存在巨大缺口，尚无力兑付于 4 月 7 日到期的“ST 湘鄂债”。最终，中科云网成了国内首家公募债违约的公司。

道德风险

道德风险，是指由于上市公司管理层的不道德行为而给投资者带来的损失风险。1994 年 6 月上市的银广夏（000557）公司，曾在当时的中国资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本市场上红极一时，被称为“中国第一蓝筹股”。2000 年，银广夏以超过 440% 的涨幅在所有上市 A 股中位居第一，被媒体评为“跨世纪大牛股”。然而谁曾想到，表面风光的背后却有着见不得人的罪恶勾当。在《财经》杂志记者的不懈追踪下，“银广夏虚构财务报表”事件于 2001 年 8 月被曝光，这家欺世盗名的骗子公司终于露出了原形。经查实，银广夏公司通过伪造购销合同、报关单、金融票据和虚开发票等手段，虚构了高达 7.45 亿元的巨额利润。当然，在这一事件中受伤害最深的自然是那些持有银广夏股票的投资者。因为公司管理层的这种不道德行为一旦被公之于众，投资者必定是损失惨重。最终，因严重造假停牌 1 个月的银广夏，一经复牌，便收获了连续 15 个跌停。

以上所列举的风险，只是证券投资中最常见的一些类型。在实际交易中，投资者所要面临的风险还有很多，风险的类型并不仅限于此。正因为如此，真正能在资本市场上实现长期稳定盈利的人少之又少。

想要学会打人，必先学会挨打

要进攻，更要防守

在资本市场上厮杀，就如同参加一场无限制综合格斗比赛——不仅要学会如何进攻，更要懂得如何防守。有趣的是，我们在资本市场上却经常可以看到许多毫无防守能力的交易者——他们在孜孜不倦地追求最大收益的同时，却完全忽视了追逐利润所伴随的风险；他们既不知道自己将要面对什么样的风险，也不会去考虑自己能否承受得起。他们似乎也并不知道：就算你拥有世界上最完美的交易策略，但在过度追求收益的同时，只要有一次交易的风险达到 100%，就足以让你走向破产。这些交易者的行为，就如同完全没有受过训练的普通人冲上了格斗搏击台，最终的结局自然可想而知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反观巴菲特，他之所以能在长期的投资生涯中持续获得成功，其中最重要的原因就是他拥有极强的投资防守能力——既能灵活机智地应对自己可承受的风险，又能最大限度地规避“致命性”的投资风险。以往，许多人常对巴菲特身上的一种“奇怪”现象感到不解：为什么在股市暴跌时巴菲特极少会遭遇亏损，而在股市上涨时却反而落后于市场。例如，2008 年美国股市下跌了近 70%，巴菲特仅亏损不到 10%；而当 2009 年市场上涨时，巴菲特的投资收益却并没有跑赢市场。对于这个现象，巴菲特曾在 2010 年《致股东的信》中一语道破天机：“虽然我们在市场向好的几年中落后于标普指数，但在该指数持续走低时我们的表现却一直比它好得多。也就是说，我们的防守好于进攻，这种情况很可能将持续下去。”通过巴菲特“熊市少亏、牛市少赚”的历年业绩可以看出，他在资本市场上的“长寿之道”恰恰不是进攻，而是防守。而这就很好地解释了我们之前的一系列问题。

为什么巴菲特极少能获得超过 50% 的收益率，但也极少会出现亏损？

——因为他最看重的不是进攻，而是防守，他所追求的不是快，而是稳。他在投资上拒绝短期暴利、稳中求进、步步为营，所以能够实现财富的长期复利增长。而巴菲特对风险的严防死守，就使得他能够“在本金安全的前提下获得安全收益”，从而让他最终能够做到“永远不要亏钱”。

为什么成千上万的投资者总是学不会巴菲特？

——因为巴菲特的信徒们一直以来只想学习他是如何“进攻”的，却完全忽视了他是如何“防守”的。所以，巴菲特身上所拥有的投资“防守”能力，正是大多数投资者所缺少的。而投资“防守”能力的缺失，自然使得众多的追随者们很难复制巴菲特的成功。

风险防控的方法

所谓风险防控，是指采取各种措施和手段以降低风险发生的可能性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或减少发生风险时所造成的损失。具体来说，风险防控包括以下6种基本方法。

（1）风险预防。指投资者在风险尚未发生或尚未导致损失之前，采用一定的措施以防止损失实际发生或将损失控制在可承受的范围之内。风险预防主要针对一些可以提前预测的风险，如股票市场的周期性风险。对于突发或不可抗力风险，通常是无法预防的。

进行风险预防，投资者应该从以下三个方面着手。

首先是要“知己”，即评估自身的风险承受力。能够承受多大程度的风险以及亏损，是每一个人在进入资本市场时都应该要考虑清楚的问题。一旦承受了超出个人能力范围的风险，极有可能会挫败投资的自信心并影响交易心态。

其次是要“知彼”，即熟悉风险的各种特性。对常见风险的周期性、破坏性、出现时机、发生条件等要有充分的了解。除了一些偶发风险以及自然灾害等不可抗力风险，许多风险的出现都有一定的规律或周期性，并常常会提前表现出一些征兆。掌握这些风险的运行规律，将有助于投资者提前准备和应对。

最后是要“知进退”，即制定防控风险的计划和措施。投资者应根据自身的风险承受力以及一些常见风险的特性，制定出相应的应对预案，做到进退有余。当然，这一目标很难一蹴而就，必须依靠在投资实践中不断地积累经验，才能驾轻就熟。

（2）风险规避。指投资者按照特定的原则并采取相应措施避开已出现的投资风险，以减少或避免风险带来的收益损失。风险规避与风险预防有一定的相似之处，但风险预防是更加积极主动的风险防控策略，而风险规避则显得更消极保守一些，只是在风险已经出现之后而采取的被动防御。例如，在熊市中采取定期定额投资，就是一种常见的风险规避策略。

（3）风险分散。即通过采用多样化的投资组合来分散风险，这是投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者最为熟知的一种风险防控策略。

（4）风险转移。指投资者通过各种合法手段将其承受的风险转移给其他投资者或经济主体。保险就是生活中一种常见的风险转移策略，而资本市场上通过期货交易转移现货市场的价格风险也很多见。

（5）风险对冲。这是资本市场中一种比较常见的风险防控策略，即投资者通过购买两种收益波动呈负相关的资产，以相互对冲亏损的风险。例如，做多股票的同时做空股指期货，以对冲市场风险导致的股票价格波动。

（6）风险补偿。这种风险防控策略比较少见，一般只对某些特殊类型的风险有效。例如，2016 年，创业板上市公司欣泰电气因涉嫌欺诈发行及信息披露违法违规，被中国证监会启动强制退市程序。在这个案例中，有部分符合条件的投资者可获得先行赔偿。

了解并掌握以上六种风险防控的基本方法，将有助于投资者更好地防范投资交易中的潜在风险。

风险应对的能力

为了能灵活地运用这些方法，投资者还需具备相应的风险应对能力。这些能力能让投资者在交易活动中更好地掌控主动权，提高其在股市中获利的把握。正如前面谈到的，像巴菲特这样的天才投资者几乎是与生俱来就拥有 7 种应对风险的能力，而“天资平庸”的普通投资者则需要更多的努力。但值得一提的是，尽管这 7 种能力大多数人无法先天获得，但通过后天的努力依然能在很大程度上得以提高。其中有三项能力能够随着投资者后天的学习而不断成长。

（1）预知风险的能力。对于股市中许多呈规律性甚至是周期性出现的风险，有经验的投资者往往能够通过观察市场情绪和交易数据来预判风险可能发生的概率和时间。尽管不一定能够做到完全准确，但能够意识到潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在风险的存在，就已经是一个良好的开端了。

（2）衡量风险的能力。经验丰富的投资者能正确地分析各类风险对投资活动的影响，包括风险发生的概率、强度、持续时间、发生和影响的范围及影响的方式等。

（3）化解风险的能力。当风险不可避免地发生，有经验的投资者能通过规避、转移、对冲等手段化解风险带来的影响程度，缩小风险的影响范围，降低风险导致的收益损失。如果能及时地采取正确的应对策略，即使风险来临，也完全可以化被动为主动。

实战大原则

那么，如何才能提高投资者的风险应对能力呢？简单来说，就是在“战争中学习战争”。除了要学习应对风险的“兵法”理论，更要理论联系实际——懂得将“兵法”在实战中融会贯通，从而达到娴熟运用的境地。因此，投资者在面对资本市场上突如其来的风险时，不必过于恐慌；相反，要勇于并善于在各种风险中不断锤炼和检验自己应对风险的实战能力。而在提高风险应对能力的过程中，遵循以下几项原则或许能让你在纷繁复杂的风险世界中保持应有的审慎和理性。

第一，预防为主原则。各类风险应以预防与预警为主，防患于未然。一旦出现风险预警或风险征兆，必须果断采取针对性措施予以处置和化解。

第二，权衡轻重原则。对风险的性质、波及范围、破坏性做出合理评估，结合投资者自身的综合现状，制定风险应对的措施和策略。在无法完全回避风险的情况下，尽量做到“两害相权取其轻”。

第三，适时防控原则。风险无处不在，且伴随着市场交易活动而不断改变，不可能一次控制而一劳永逸。因此，风险的防控具有适时性，必须贯穿于投资活动的全过程。投资者要充分地认识潜在风险的运动变化规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律，并对市场变化以及风险征兆进行实时监控，而不是等亏损发生后再来亡羊补牢。

第四，适度防控原则。虽然投资风险需要防微杜渐，但投资者也不必过度谨慎、草木皆兵，对风险的防控需要有一定的弹性。若是因防控风险耗费了过多的控制成本，或是浪费自己的机会成本，也是得不偿失的。因此，风险防控需要根据风险的性质和严重程度等因素综合考虑。不过这一原则，只适用于有经验的投资者。对于投资新手来说，我们依然强调对待风险要做到“宁可错杀一千，不可放过一个”，因为新手对“适度”分寸的拿捏往往很难准确。

第五，分类控制原则。根据风险的类型和发生规律，采取分类别的防控原则，使风险防控与风险类型相匹配，最终实现风险的总体控制。

第六，化繁为简原则。对于合并发生的多种风险，不要奢望一次性就能完全化解，应该将危害最大、时间最紧迫的风险先化解掉，再来应对其他风险，做到逐个击破。

总之，防控风险对任何投资者而言永远都是最重要也是最不应该被忽视的一个环节。对于那些没有太多风险应对经验的投资者来说，无论如何强调风险防控的重要性都不为过。

投资体系的盲区

市场分析是远远不够的

一直以来，许多投资者都以为巴菲特的成功之道仅仅就是他对公司基本面的价值分析——包括如何筛选好公司、如何给公司估值等。但实际上，无论是巴菲特主张的基本面研究，还是其他“门派”推崇的技术面分析，抑或是政策面与资金面的分析，本质上都只涉及“市场分析”这一个层面。大多数投资者之所以无法“复制”巴菲特的成功，一个重要原因就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他们误以为“市场分析”就是巴菲特投资体系的全部，误以为只要筛选出好公司并正确估值就足以决定胜负了。然而事实证明，巴菲特的投资并没有我们想象的那样简单。

从本质上说，投资是一种概率游戏，没有任何人也没有任何方法能够永远押对。任何一种“市场分析”都只是基于已有市场信息而做出的判断，只能提供一种方向上的概率，并不能完全准确地预判出股价未来的走向。说得更直白一点——所有的投资分析在成功之前都只是一种假设，只是一种基于历史信息而做出的假设。那么，市场未来的走势是否真的会和所假设的一样呢？没有人会提前给你肯定的答案，只能让时间来最终证明。唯一可以肯定的就是，基于“市场分析”的假设并非每一次都是对的，同样也有可能会犯错。因此，“市场分析”只是投资过程中一个最基础的工作，虽说也是一个重点，但绝不是终点。在完成了“市场分析”之后，真正的战斗才刚刚开始，而真正决定胜负的正是“市场分析”之后的另一个环节——仓位管理。

仓位管理：重要的防控风险的手段

仓位管理表面上看起来只是资金的管理，但其实质却是一种防控风险的手段。通过资金的调配与布局，有经验的投资者能构筑一个牢固的风险防御体系。有人曾说，市场分析和仓位管理如同太极图中的一对阴阳鱼，构成了决定投资成败的“攻”与“防”。而任何投资者想要取得成功，都不能只重视“攻”而忽视了“防”。著名的威廉指标（Williams %R）创始人、华尔街投资大师——拉瑞·威廉姆斯（Larry Williams）曾在一年内将区区1万美元增值到113万美元，他认为自己成功的关键就是仓位管理。而巴菲特之所以能在资本市场上持续获得成功，其长寿秘诀之一同样也是仓位管理。仓位管理不仅是巴菲特战无不胜的法宝，更是他平安出入股市丛林的“护身符”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期被忽视的领域

令人遗憾的是，巴菲特交易体系中这样一个不可或缺的核心要素却被众多的投资者完全忽视。大家只关注他是如何选择好公司、如何给公司估值算出好价格，却几乎完全忽略了巴菲特是如何进行仓位管理的。如此一来，仓位管理最终被“市场分析”过于耀眼的光芒所掩盖，并成为巴菲特投资体系中一个真正的认知盲区。而缺少了仓位管理的保护，你虽然可能选出一家不错的公司并以好价格买入，却未必就会有好的收益。因为仓位管理直接主导着交易的整体成败和绩效。这就是为何许多投资者即使和巴菲特买入了一样的股票，甚至买入的价格比巴菲特还低，但投资业绩却永远赶不上人家。因为你可能在价值选股方面和巴菲特打个平手，甚至略胜一筹，但在交易的仓位管理上却未必能比肩巴菲特，从而最终导致你在安全性和收益率上无法与巴菲特相媲美。由此可见，仓位管理才是决定你和巴菲特之间天差地别的“症结”所在。

由于对巴菲特的仓位管理这一核心环节缺乏认识，导致众多投资者在学习和效仿巴菲特时始终不得其法。许多投资者只是“无脑”地相信，学习巴菲特只要把基于价值投资的“市场分析”做好，只要能以好的价格买入一只好股票并一直持有，投资回报率自然就会很高。不可否认，长期来看，总会有一些优秀的公司能够脱颖而出，总会有一些股票的走势能够“一骑绝尘”；但真正优秀的公司毕竟是极少数，而优秀的公司继续长期优秀更是少之又少。许多投资者只是盲目地坚信依靠巴菲特的选股策略就能复制出像可口可乐、华盛顿邮报一样的投资神话，却从未思考过基于这一策略也有可能会遭遇类似康菲石油、德克斯特（Dexter）制鞋公司、乐购超市（Tesco）一样的“滑铁卢之败”。就连巴菲特也难免会有看走眼的时候，你就敢100%地保证你所选的股票肯定不会失手？无数的失败经验已经证明：正确的选股策略未必就能带来可观的投资回报，因为世界上任何一种选股策略都不可能将风险完全排除，更无法保证你一定就能成功。事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实上，即使你选择了贵州茅台、可口可乐、华盛顿邮报这样的好公司，也难免会遭遇“黑天鹅”，同样也会遭遇成长性和估值“瓶颈”等问题。

帮助“股神”成就辉煌的利器

前文曾提到过，投资华盛顿邮报公司是巴菲特最成功的经典案例之一，然而这笔投资却并非是一帆风顺。1973 年，巴菲特相中了华盛顿邮报公司并开始买入该公司的股票。虽然此时的巴菲特看准了华盛顿邮报公司的价值被严重低估，并相信终有一天股价将回归到合理的价值区间，但在 1973 年至 1976 年间，他却遭遇了长达 4 年之久的亏损，期间最大的亏损幅度超过 40%。试想一下，如果有投资者在当时跟随巴菲特买入了华盛顿邮报这只股票，那么就只能眼睁睁地承受股价被“腰斩”所带来的长期“套牢”。如果是心理素质较差的投资者，基本上早就“挥泪斩马谡”——忍痛“割肉”了；即使是心理素质足够强大的投资者，也基本上在解套之后就会选择赶紧抛售，更不用说熬到苦尽甘来——谈什么翻 10 倍、20 倍、100 倍的收益了。因此，不要天真地以为找到一只十倍甚至百倍的“超级明星股”就是胜利，因为你即使找到了也未必就能拿得住。当你手中的“超级明星股”在被市场冷落之时、在被极度悲观情绪所笼罩之时、在“虎落平阳被犬欺”之时，你又能拿什么来捍卫你的理想和信心呢？即使你一味地在孤独中长期坚守，也并不能保证你就会成为市场最终的大赢家，相反，长期的孤独可能轻而易举地摧毁你的意志和信仰。

当然，你肯定会问：巴菲特为什么能够拿得住呢？原因很简单，因为他根本就没有经受过亏损的“折磨”。1973—1976 年，尽管巴菲特投资华盛顿邮报被深度套牢，但他执掌的伯克希尔·哈撒韦公司却并没有遭遇亏损，这四年间公司的整体收益率分别为 4.7%、5.5%、21.9%、59.3%。而在一个长达 4 年的时间里，既能保证手中始终持有一只被深度套牢的股票，又能保证自己的投资业绩“绝不亏损”，足以表明巴菲特已经将仓位管理运用到了极致。从实际效果来看，良好的仓位管理不仅让巴菲特获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了不菲的业绩，也让他始终有底气坚持长期持有，而足够长时间的耐心持有所带来的回报有可能是非常惊人的。40 多年以后，他最初投入 1100 万美元购买的华盛顿邮报公司股票升值至 12 亿美元，回报率超过 100 倍。通过这个投资实例，可以看出：无论你选择的公司有多好、买入的价格有多低，良好的仓位管理对投资而言永远是必不可少的。而良好的仓位管理，能让你和巴菲特一样，在面对股价出现大幅波动时，仍能理性地思考、正确地决策、执着地坚守。只有如此，你才可能在资本市场长期立于不败之地。

动态仓位管理：保住你的时间成本

“市场分析”最容易出现的错误倾向，就是将过往的业绩或走势强加给未来。基本面分析是根据过往的业绩来推断未来的价值和成长性，技术分析则是根据过往的走势强弱来推断未来的涨跌。这意味着，如果你根据自己所相信的“市场分析”买入并持有，一旦“市场分析”环节出现了问题或偏差，则意味着你极有可能会饱受无休止的痛苦煎熬。这或许就是许多投资者执着地坚持价值投资并长期持有，却并未得到理想的投资回报的重要原因。至于需要等待多久才能苦尽甘来，没有人会知道——或许很短，又或许会遥遥无期。而且有时候，一旦输了就可能输得彻彻底底、很难再翻身。

2007 年 11 月 5 日，是中国石油 A 股在国内上市发行第一天。当时的许多投资者都认为，既然巴菲特投资了中石油 H 股，那么中石油 A 股自然也是非常值得投资的。当天，大量的投资者蜂拥入市、手持重金抢夺筹码，使得中石油 A 股创下了 48.62 元的历史最高价，并凭借近 700 亿元的成交额创造了单只股票单日成交的历史纪录。然而时至今日，中国石油的股价已经跌得只剩下个零头。假设有一位投资者在中国石油上市当天买入了该股票，那么在 10 年之后的今天，离解套仍然是“路漫漫其修远兮”。而更不幸的是，即使有一天他真的最终解套了，也只是一种“心理安慰”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式的失败。考虑到通货膨胀等因素，今天1块钱的价值要远高于10年后的1块钱。换句话说，即使若干年后终于回本了，其实他早已亏掉了自己的时间成本。虽然投资可以重新再来，但时间却不能倒流。当然，时间成本的损失不仅包括时间本身的流逝，还包括你在等待的那段时间内投资机会的丢失。巴菲特曾说："关于投资，只存在两个真正的问题：一是你想得到多少回报，二是你想什么时间得到回报。"通过这段话我们不难看出，巴菲特非常重视投资的时间成本。他心里非常清楚：任何人要想在长期的投资中胜出，一个重要的前提就是保住自己的时间成本。

那么，究竟如何才能保住自己的时间成本呢？简单来说，就是让资金不是静止地固守在某一只股票上，而是通过仓位管理让资金流动以获得更高的收益，且同时又能规避投资交易的风险。因为盲目地将资金全部押注在一只股票上，无疑会令投资者面临极大的风险，更不用说要以这样的方式长期持有。这就好比开车时一直把油门踩到底、全速前进，如果是行驶在路况良好、畅通无阻的道路上，可能问题不大；但如果是在崎岖不平或是车辆拥堵的道路上你还敢全速行驶吗？因此，不同的路况和路段要采用不同的车速，才能确保人车安全，而一直全速前进则相当于自杀。仓位管理也是同样的道理，不同的市场行情要采用不同的仓位布局，这样才能最大限度地保证资金的安全。而通过动态的仓位管理，有效地利用资金和机会，正是保住时间成本的关键所在。

最后一道防线

所谓仓位，是指投资者投入的资金占本金总额的比例。仓位也经常被称为"头寸"，因此仓位管理又被称为"头寸管理"。仓位的高低一般采用成数来表示，如30%的仓位就称为三成仓位。除此以外，我们还经常使用一些习惯性的仓位叫法，如50%的仓位叫半仓，100%的仓位就叫满仓，仅持有现金叫作空仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓位管理的环节

仓位管理，是指投资者为了提高资金的利用效率和（或）收益率，在权衡风险与收益的基础上，根据特定的原则和方法分配和管理资金的一种决策行为。具体来说，仓位管理包括资金的分配、收益、效率、安全等多个管理环节。

资金的分配管理

资金的分配是仓位管理的一个基本环节，不仅包括各种大类资产的仓位比例，还包括同一大类资产中不同子类资产仓位的再分配。例如，投资者 A 拥有 100 万元的本金，他的股票、债券、现金的仓位比例分别是 50%、25%、25%。而在股票这一类资产中又包括了 5 只股票，仓位分别是 20%、15%、7%、5%、3%。通过资金的分配管理，可以在一定程度上分散风险的影响程度与范围。

除了按资产类别进行资金的分配管理，还可以按投资用途进行分配管理。根据用途的不同，资金的分配管理可简单分为三类。

（1）固定投资资金管理：管理用于投资股票、债券等常规资产的资金。

（2）流动投资资金管理：管理投资者手中可流动的现金与现金等价物。

（3）专项投资资金管理：管理用于套利、对冲、金融衍生品等特殊投资交易的资金。

资金的收益管理

包括投资收益率的评估、收益的变现与再分配以及套利、对冲等收益渠道的管理。例如，投资者 A 投资 100 万元一年后获利 30 万元，年化收益率 30%，此时他需要考虑的问题有：是该将收益变现还是继续投资？收益是完全变现还是部分变现？如果完全变现，30 万元现金又该如何再分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配？是将资金投资于股票，还是投资于固定收益类资产，抑或参与套利或对冲交易？

资金的效率管理

包括资金效率的评估、资金效率的影响因素分析、投资成本（包括时间成本）的质控分析等。一般来说，衡量资金使用效率的主要指标就是年化收益率。例如，投资者 A 在第一年获得了 30% 的收益率之后，投资逐渐趋于保守，在第二年和第三年总共只获利了 9 万元。如此一来，在之后的两年间，投资者 A 的年化收益率只有 3.4%。收益率连续偏低，投资者就应该结合自身的持仓结构主动查找原因：是股市宏观环境造成的？还是自身的投资决策失误过多？是因为交易成本过高？抑或是资金的流动性太差？……最后根据查找出的问题，进行有针对性的仓位调整。

资金的安全管理

包括风险收益比的分析、制定风险应对策略、亏损补救措施等方面。投资的风险收益比 = 可能的损失/可能的收益，比值越大，则表明潜在的亏损风险越大。而风险越大的资产，其仓位占比应该越轻。因为仓位管理的目的就是在尽可能降低风险的基础上实现收益最大化，而要实现这一目标，投资者的仓位就必须与潜在的风险相匹配。其次，投资者还要考虑各种风险的可能性，并制定出相应的风险应对策略以及应对亏损的补救措施。例如，投资者 A 的总资产在一次牛市中从 140 万元增长至 200 万元。而此时的股价都已经处以历史高位，继续上涨空间明显小于下跌的空间。此时应对下跌风险的策略应该是降低股票资产的仓位，增加现金与债券等低风险资产的仓位。然而，由于投资者 A 没有及时减仓，总资产从 200 万元最终减少至 90 万元，股票资产出现亏损甚至套牢。此时就需要采取亏损补救措施：是应该立即止损保住本金？还是该补仓摊薄持仓成本？是应该调仓换股？或是通过其他方式弥补亏损？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从系统论的角度来看，仓位管理不是一个机械性的单向操作行为，而是一个闭合回路状的资金“分配—使用—评估—再分配”的动态管理体系。尽管仓位管理的最终目的是获得收益，但最重要与最核心的环节却是风险管理——保证资金的安全。良好的仓位管理能让投资者既不冒进，也不保守，既能取得与自己能力相匹配的中长期投资收益，又能使投资者安然入睡。

长期被忽视的仓位管理

尽管仓位管理是一项投资者“行走江湖”的必备技能，却又常常被世人忽视。长期以来，投资界并没有把仓位管理摆在应有的位置上。国际交易心理学大师范·K. 撒普博士（Van K. Tharp）在他的《通向财务自由之路》一书中这样谈道：“（交易）体系构建中最为重要的环节，除心理因素以外，就是仓位管理。然而，大多数讨论交易或体系构建的书籍都完全忽略了这一个问题，即使确实谈及了这一话题，也通常将其称之为资产管理或资产配置……如果你想在市场上获得成功，仓位管理和投资心理是必须掌握的两大关键因素。然而，还是让我来强调一下华尔街、普罗大众或学术界对这一点强调的是多么不够。”

在国内的资本市场上，许多投资者对于仓位管理同样缺乏足够的重视，或者说有相当一部分投资者甚至对仓位管理视而不见。一个最主要的原因就是，投资者对仓位管理的认识存在偏差和误解。目前，国内投资者对待仓位管理的错误观念常表现为：

（1）完全没有仓位管理观念，追求利益最大化甚至一夜暴富，直接全部买入、满仓操作。这种观点多见于投资新手。

（2）认为自己的投资资金少，再做分配将限制投资的盈利空间，没有仓位管理的必要。这种观点多见于中小资金投资者。

（3）认为仓位管理无非就是一些只能看看的数字游戏而已，可有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无，没有多大作用。这种观点在各类投资者中普遍存在。

对仓位管理的两种误解

不少投资者对仓位管理的定义和内涵并不完全清楚。他们误以为仓位管理和仓位是同一个意思，也仅仅是满仓、空仓、半仓这些数字比例而已。实际上，仓位管理与仓位是两个截然不同的概念。仓位管理是一个动态的过程，而仓位只是一种静态的结果。仓位是仓位管理行为所产生的结果，但并不能直接反映仓位管理的行为过程。此外，二者的作用也完全不同。仓位这一概念本身并没有多大的用处，一般只是用来描述投资者资金的分配状态。与之相比，仓位管理的作用则非同一般——不仅能通过动态调节让每一个投资环节协同配合、相互衔接，还直接决定投资过程中交易者所承担的风险大小。因此，学会通过仓位管理来防控风险，既是投资者走向成熟的标志之一，也是走向成功的必经之路。

除了忽视或误解仓位管理的作用和意义，有些投资者还可能会陷入另一个极端——“盗用”仓位管理。这些人虽然在口头上喜欢大谈仓位管理，但在操作上却完全违背了仓位管理的原则。他们经常是在行情一片大好时绝口不提仓位管理，甚至是满仓加杠杆。只有等到股市下跌或亏损连连时，他们才开始天天叫唤着要重视仓位管理。他们不知道这种行为其实已经将仓位管理与风险管理完全地割裂开来，使得仓位管理变成了一个单纯性的资金管理。所以这样一个“盗版”的仓位管理，其实根本起不到任何防控风险的作用。

巴菲特的方法

我们不妨来看看投资大师巴菲特又是怎么做的吧。巴菲特曾说：“我是伯克希尔公司的首席执行官，也是首席风险官，我要负责在任何情况下公司不会以任何方式陷入任何巨大的灾难性风险之中。我的继任者也要担负同样的责任。我们绝对不会选择任何一个不具有这些巨大风险控制能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人来坐这个职位。”从这些言语可以看出，巴菲特是一个名副其实的风险厌恶者，他深知风险防控是保障盈利的前提和基础。所以，他的仓位管理总原则就是安全第一、盈利第二。而最终的风险防控效果自然就是极少出现亏损，真正做到了持续盈利。具体来说，为了更好地抵御风险并能真正做到安全第一、盈利第二，巴菲特为自己的投资设置了5道防线。

第一道防线：不懂不做，规避盲目投资的风险

巴菲特一直坚持“只投资自己能看得懂的公司”，并相信在自己“能力圈”范围内进行投资风险会小得多。他认为，“有风险是因为你不知道你在做什么。”而盲目追逐那些自己根本不了解的股票，这本身就是一种无视风险的行为。

第二道防线：精选个股，规避“伪成长”的风险

即使是在自己能够了解的行业领域里，也并不是每一家公司都足够优秀。而在那些看起来优秀的公司中，又会存在“真优秀”和“假优秀”之分。“假优秀”的公司一旦被“打回原形”，就会给投资者直接带来股价暴跌的风险。因此，巴菲特对个股的选择向来十分严格。他要寻找的公司不仅要有一流的业务，还要有一流的管理和一流的业绩。他推崇“选股如选妻”，并说：“我们寻找投资对象的态度和寻找终身伴侣的态度完全相同。”

第三道防线：安全边际，规避高位套牢的风险

对于投资而言，安全边际的重要性不言而喻。买入的价格过高，不仅无法达到应有的收益率，还可能让投资者陷入亏损的被动局面，从而要付出更多的时间成本。

第四道防线：长线投资，规避短期波动的风险

股市有一句名言：“长线是金，短线是银”，因为股价短期的波动总是让人捉摸不定，但从长期来看股价最终会反映公司的内在价值。因此，从正式进军资本市场的第一天起，巴菲特就特别重视长期持有的投资战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的一句名言就是："如果你没有持有一种股票10年的准备，那么就连10分钟都不要持有。"不过对于巴菲特的长线投资，我们需要辩证地看待。这一点在后面的章节中，将会有详细阐述。

第五道防线：仓位管理，规避投资决策风险和系统性风险

投资决策是投资过程中最为关键、最为重要的环节，而决策风险则是整个投资交易中最核心的风险。当主观的投资决策与客观的投资现状相左，风险的严重程度便会与投资仓位成正相关——仓位越重，风险也就越大。如果投资者是满仓交易，那么就只能束手就擒、满仓套牢。而投资者想要对付这类风险，最有力的武器就是良好的仓位管理。不仅如此，仓位管理对于系统性风险和部分非系统性风险的规避和应对也同样是有效的。当市场出现系统性风险时，前面的几道防线基本上都会失效，只能通过仓位管理控制资金的投入比例等方式来降低损失程度。事实上，仓位管理的魅力在于——即使你的交易策略并不完美，想要实现投资目标也并非不可能。曾经有人进行过试验，即使单纯用抛硬币来随机决定做多还是做空，依托严格精密的仓位管理依然可以实现盈利。这意味着，单纯的仓位管理虽不涉及选股与选时等因素，却同样十分有效。而恰恰是这种"不依附任何因素而存在"的独立性，使得仓位管理成了规避和应对投资风险的最后一道防线。一旦这最后一道防线都被风险所攻破，那么你注定将被市场虐得体无完肤。反之，完美的交易策略辅以有效的仓位管理，哪怕再高的"山峰"，也终将会被你踩在脚下。而巴菲特正是依靠这最后一道防线，完美地躲过了无数次风险的冲击，一次次从逆境中反败为胜，从而永远立于不败之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
初识，再识

世界上没有两片完全相同的树叶。

——德国“万能大师” G. 威廉·莱布尼茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

仓位管理有简约而不简单的内涵，并受到投资者的性格、投资风格、经验、习惯以及生活经历等诸多主观性因素的影响。因此，我们在学习仓位管理时绝不能跟着巴菲特亦步亦趋，而是要善于汲取他的思想与理念，借助榜样的力量，最终找到属于自己的成功之道。因为机械地学习和模仿不仅永远不可能成功，还可能最终迷失了自己的方向。真正的学习应该是“师其意而不泥其迹”，就像国画大师齐白石先生在教育弟子时曾经说过的，“学我者生，似我者死”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资不仅是一门科学，更是一门艺术。既然是一门艺术，也就意味着任何投资行为都不可能被简单地重复，更不可能被批量地“复制”。否则，市场上就可能会出现大批千篇一律的投资交易以及千千万万个“投资大师”。如果进一步分析其背后的内在原因，你就会发现：投资艺术的这种不可复制性跟投资知识、方法和策略等因素其实关系并不大，而主要取决于仓位管理。

对于投资而言，知识、方法与策略等因素是可以“复制”的，就像巴菲特的知识、方法和策略你也可以通过学习而获得一样。然而仓位管理却是一个高度个性化的行为，它和投资者个人的性格、投资经历、资金量、经验等诸多主观因素息息相关。由于每个投资者的这些“个性化”主观因素都是独一无二的，从而使得仓位管理也就具有了不可复制性。因此，对投资这门艺术而言，仓位管理实质上也就成为了艺术中的艺术，是投资的“艺术之魂”。也正是由于仓位管理的存在，使得众多追随者始终无法追赶巴菲特的脚步。

神奇的二八法则

一种普遍的规律

二八法则（80－20 Rule），又称“帕累托法则”（Pareto Principle），是由美国管理学大师约瑟夫·朱兰（Joseph M. Juran）博士根据意大利经济学家维尔弗雷多·帕累托（Vilfredo Pareto）当年对“意大利 20% 的人口拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有80%的财产”的观察结果而提出的。二八法则认为，在任何一个事物中最重要的因素只占约20%，其余80%的因素是次要的。虽然二八现象看似有违常理，却普遍存在于日常生活中。比如，空气中氮气占78%，氧气及其他气体占22%。社会中，20%的人拥有80%的财富，80%的人只拥有20%的财富。在投入和产出、努力和回报以及原因和结果之间也存在这样一种不平衡的关系：80%的产出、回报与结果，只来源于20%的投入、努力和原因。同样的，这种现象也普遍存在于资本市场上：

20%的交易产生了80%的投资收益，其余80%的交易只产生20%的投资收益；

20%的机构和大户占有了80%的市场资金，其余80%的散户只占有20%资金；

20%的成功者瓜分了市场80%的收益，其余80%的成功者只占据20%的收益；

20%的投资者掌握了80%的有价值信息，其余80%的投资者掌握20%的信息；

20%的信息对股票涨跌产生80%的影响，其余80%的信息只产生20%的影响；

20%的投资者为券商带来80%的佣金，其余80%的投资者只带来20%的佣金；

20%的股票对指数涨跌发挥80%的影响，其余80%的股票只发挥20%的影响；

20%的上涨时间内产生80%的获利，其余80%的上涨时间只产生20%的获利；

……

更有意思的是，灵活地运用二八法则能帮助我们更好地理解巴菲特的投资思想和行为。事实上，巴菲特的许多投资理念和策略之所以有效，正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是充分利用了二八法则。为了更好地说明这一点，下面笔者将具体从三个方面来谈谈巴菲特是如何利用二八法则来进行投资的。

好公司

巴菲特醉心于寻找好公司，这种做法正是充分利用了二八法则。因为世界上大部分的经济财富是由极少数优秀公司创造的，而绝大多数公司只能创造极少的财富。以世界 500 强为例，据统计，仅这 500 家公司的产值就已经占到了世界总产值的 40% 以上，而在全球直接投资中的占比更是高达 90% 。因此，巴菲特的投资目标就是：找到并买入这些优秀的公司，希望能从中分得一杯羹。

当然，他所筛选的好公司还有一个重要的特点，那就是"更长寿"。巴菲特之所以能成为股坛"老寿星"的一个重要原因，就是他始终选择与少数基业长青的公司为伍。我们通过分析伯克希尔公司的历史持仓数据，可以发现：巴菲特尤其偏爱那些稳定的老牌公司，在他所投资过的公司中有不少都是真正的"百年老店"（见表 5 - 1）。他的这一做法，同样是利用了二八法则——每经历过 100 年的时间，80% 的公司最终都会被大浪淘沙，只有 20% 的少数公司能够做到百年长青。这些企业之所以能传承百年、经久不衰，是因为它们拥有宽阔的经济护城河以及持续稳定的盈利能力。选择这样的好公司就如同选择了健康的养生之道，"长寿"自然会变得更加容易。

表 5 - 1 巴菲特投资过的百年企业

企业名称	创立时间
美国运通公司（American Express）	1850 年
美国银行（Bank of America）	1784 年
波尔仙珠宝店（Borsheim's Fine Jewelry）	1870 年
水牛城新闻报（Buffalo NEWS）	1880 年
坎贝尔公司（Campbell Hausfeld）	1836 年
可口可乐（Coca - Cola）	1886 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

企业名称	创立时间
康菲石油（ConocoPhillips）	1875 年
鲜果布衣（Fruit of the Loom）	1851 年
通用电气公司（General Electric）	1892 年
吉列公司（Gillette）	1901 年
高盛集团有限公司（Goldman Sachs）	1869 年
H. H. 布朗鞋业公司（H. H. Brown Shoe Company）	1883 年
佳斯迈威公司（Johns Manville）	1858 年
卡夫食品公司（Kraft Foods）	1852 年
穆迪投资者服务公司（Moody's Corporation）	1909 年
奥马哈世界先驱报（Omaha World – Herald）	1885 年
宝洁公司（Procter & Gamble Company）	1837 年
司考特·费泽公司（Scott Fetzer Companies）	1914 年
美国石棉公司（United States Gypsum）	1901 年
美国合众银行（U. S. Bancorp）	1895 年
华盛顿邮报（Washington Post）	1877 年
富国银行（Wells Fargo）	1852 年
世界百科全书出版公司（World Book Encyclopedia International）	1917 年

好价格

巴菲特乐于等待好价格，这种做法也同样符合二八法则。在股票这类高风险资产中，好公司少、好价格更少，这就造成了你可能选出了好公司，却未必有好价格下手。按照二八法则，股票被严重低估的出现时机只有 20%。然而对于巴菲特这样一个善于利用二八法则的高手来说，他却愿意等待那 20% “股价被严重低估”的时机，因为这 20% 的时机能带来 80% 的收益。因此，当没有好的价格出现时，巴菲特会非常耐心地等待着一副“好牌”。他曾说：“投资要学会耐心等待，只有等‘市场先生’犯错误，股票被严重低估时才买进。”巴菲特相信，只要等待的时间足够长，市场价格就可能会变得非常便宜，并可能远低于他梦寐以求的投资安全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边际。

然而在实际交易中，许多投资者都发现：耐心等待好价格说起来容易，做起来却很难。对普通投资者来说，等待要比买入和卖出更加困难。因为等待可能是一个非常漫长的过程，且需要很大的毅力，更需要"置之死地而后生"的勇气。1970—1972 年，美国股市一路飙升，持续上涨长达三年之久。随着股票价格不断创出新高，不少投资者的理智和耐心最终被贪婪所打败。但巴菲特却一直按兵不动，没有买入一只股票。终于，美国股市在 1973 年至 1974 年连续两年遭遇下跌。此时，等待已久的巴菲特才开始"趁火打劫"，大量买入。这意味着巴菲特在开始大量买入股票之前，已经耐心等待了四五年之久。而这种等待对于一般投资者来说简直是不可想象的，因为不少人连四五天都等不了，更不用说要等四五年了。

好仓位

即便有了好标的、好价格，也并不能保证万无一失。根据二八法则，在证券投资这样一个竞争激烈的领域中，大多数投资者都是注定要失败的，只有少数投资者能够最终胜出。即使是少数胜出的投资者，也只不过是赢多输少，并不能保证每次投资都能 100% 成功。就连"聪明过人"的巴菲特，在长期的投资生涯中，也难免会有犯错的时候，他本人就曾因在 2008 年油价暴跌前高位买入康菲石油股票而赔了不少钱。在这次投资中，康菲石油公司可谓优秀，同样也是一家"百年老店"（成立于 1875 年）；而巴菲特购买的价格也可谓低廉，同样也符合安全边际（当时公司的市净率甚至比当年投资的中石油 H 股还低）。然而，康菲石油最终还是让巴菲特在这一年里遭遇了 37% 的亏损。

尽管如此，巴菲特当年的投资业绩却并未受到太大的冲击，这一年伯克希尔公司的亏损幅度不到 10%。之所以会出现这么大的反差，正是因为巴菲特善于通过仓位管理来进行自我"纠错"。由此可见，与好公司和好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格相比，仓位管理才是决定盈亏最重要的因素，也是投资者最应该学习的关键成功因素。如果从“二八法则”的角度去看待仓位管理在整个交易中的重要性，即：那些耗费了我们80%以上时间与精力的“市场分析”（筛选出“好公司”和计算出“好价格”），仅仅只给我们带来约20%的回报；相反，只耗费我们约20%时间与精力的仓位管理，却决定着交易中80%的收益。仓位管理之所以如此有效，一方面是因为交易的最终盈亏取决于仓位管理；另一方面，是因为绝大多数投资者忽视它，所以能够给那些重视仓位管理的交易者带来超额利润。

诚然，人人都希望自己能选到一只“超级明星”股，并且以低于安全边际的价格买入，然后看着它一飞冲天。然而现实总是残酷的：你只有20%的概率能选到“超级明星”股，80%的概率选到的只是质地一般甚至是很差的股票；你同样只有20%的概率能在股价低于安全边际时买入，而买入的股价高于安全边际的概率则有80%。如此一来，你单纯基于好公司和好价格的成功概率实际上只有20%×20%=4%。如果再将其他风险因素考虑在内，最终的成功概率无疑会更低（几乎接近于0）。这就很好地解释了，为什么我们一向重视的“价值投资”却并没有给我们带来理想的投资回报，因为无论是好公司还是好价格，都无法保证我们能长期稳定获利。而往往是那些善于运用仓位管理来防止亏损的投资者，最终能在资本市场上实现长期复利。换句话说，在资本市场上80%的投资者只想着如何获得收益，而仅有20%的投资者想着如何防止亏损；但结果却是那20%“害怕亏损”的投资者能够做到长期盈利，而80%“只想盈利”的投资者却经常遭遇亏损。

基于上述分析，笔者利用二八法则对巴菲特的投资体系进行了一次重新解读。如此一来，你就能很容易地理解为什么学习巴菲特让无数人“苦不堪言”。因为长期以来，绝大多数投资者对巴菲特仓位管理的认识和理解几乎是空白的。以往我们在复制和效仿巴菲特时，要么认为简单地背诵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几句巴菲特的语录就能当股神，要么认为靠着大量低成本的保险浮存金就能傲视群雄，要么认为和巴菲特买卖一样的股票就能比肩巴菲特，要么盲目地相信“买下后长期持有，只买不抛”就能稳赚不赔。这些流于表面和形式的复制和效仿，当然只有失败这一种结局。正所谓“凡学而不得法者，则事倍功半”。

越简单，越难

世界上大凡成功之道，都可归于“简单”两个字。老子的《道德经》有云：“少则得，多则惑，是以圣人抱一为天下式。”意思是说，但凡一种学问、一种技艺，要想学好它，首先就得从简单开始。简单并不意味着容易。世间越是看起来简单的事情，往往越是难以做到。在证券投资上，成功之道，简单说来也不过就是“高抛低吸”四个字。然而在实际交易中，却并没有那么容易。因为简单的背后，却隐藏着许多错综复杂的成功要素。越是简单，就越要求投资者能洞察市场变化的本质和真相，抓住要害和根本；越是简单，就越要求投资者能博采众长、融会贯通、理性思考。

“买入并持有”背后的逻辑

众所周知，“买入并持有”是巴菲特所极力推崇的一种投资方式，也是一个简单到不能再简单的投资策略。然而，想要真正理解这个“简单”的投资理念其实并不容易，而想要像巴菲特一样将这个“简单”的策略运用得游刃自如，则更不是一件简单的事情。所以在实际交易中，真正通过这种方式获得成功的投资者寥寥无几。相反，却有不少人将长期投资变成了“长期套牢”。血淋淋的教训让许多价值投资者开始对长期投资敬而远之，更有人干脆“改旗易帜”玩起了短线的追涨杀跌。如此一来，就产生了一个问题：为什么这样一个简单的策略能让巴菲特的投资风生水起，却让你一败涂地？很显然，许多投资者只是完全按照字面意思来理解“买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并持有”，却从未思考过其背后的逻辑。巴菲特所说的“买入并持有”虽然看似简单无奇，但越是简单的事物就越是需要不简单的“后台”来支撑。而想要靠这一策略获得成功，你的投资就需要同时具备好公司、好价格、好仓位三大要素。这三大要素犹如鼎之三足，各据一方、缺一不可。

好公司是成功的前提。只有一家优质公司的股票，才值得去长期持有。而如果选择的是一家垃圾公司，在长期持有的过程中则需要面临公司经营亏损、破产等风险，严重者可能血本无归。

好价格是成功的基础。买入的成本价格越高，相同时间内的投资收益率也就越低。如果股票是在高位买入的，长期持有不一定能让你获利丰厚，反而可能让你“深陷泥潭不能自拔”。

好仓位是成功的保障。仓位过低，则收益太少；仓位过重，则风险太高。所以想要在长期投资中获胜，就需要良好的仓位管理，保证投资者能在低风险的基础上追求相对较高的收益。

五位投资者的较量：好仓位的重要性

许多投资者之所以会将长期投资变为“长期套牢”，一个最重要的原因就是他们几乎完全忽视了第三大要素——好仓位。如果你对此有所怀疑，不妨先来看看我们之前是如何学习巴菲特的：首先通过价值选股找到好公司，所谓的一流业务、一流管理、一流业绩……然后对公司进行价值评估，计算出公司的内在价值和安全边际，当股价低于安全边际则开始买入。买入之后呢，会发生什么事情？假设有 5 位价值投资者同时买入了一家优秀公司的股票，且在买入后都亏损了 50% 且股价连续 3 年在低位徘徊不前。他们各自投资的状况如下所述。

投资者 A：股票仓位是满仓，在 3 年内就只能承受 50% 的总体亏损，并由于深度套牢不敢动弹；

投资者 B：股票仓位是 50%，其余 50% 的仓位为现金，在 3 年内则只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要承受25%的总体亏损；

投资者C：股票仓位是25%，其余75%的仓位为现金，在3年内就只需要承受12.5%的总体亏损；

投资者D：股票仓位是25%，其余75%的仓位通过投资债券和货币基金每年赚得了5%的收益，则在3年内总共只需要承受不足1%的总体亏损；

投资者E：股票仓位是25%，其余75%的仓位通过投资债券和其他资产每年可赚得15%的收益，在3年内不仅不会遭遇亏损，反而能获得超过26%的总收益。

三年之后该股票开始上涨，5位投资者都迅速回本。此时，他们的反应又是什么呢？

投资者A：将股票迅速脱手，并可能会破口大骂到："这一只烂股票害得我好惨啊！现在终于解放了。现在不卖，可能又要套牢我三年。"

投资者B：终于回本了，这只股票没成长性，该考虑换一只更好的股票。

投资者C：再等等看，三年都熬过来了，说不定还能赚点。

投资者D：无所谓，反正也没亏多少，可以继续持有。

投资者E：这只股票只是回到正常的价值区间了，可以继续持有。

在5位投资者中，A、B二人对这只股票的长期持有信心显然已经彻底崩溃，在回本之后最先卖出；而投资者C在股价继续上涨了50%之后也选择了卖出。然而该股票在回本之后的2年内又上涨了6倍，投资者D最终在上涨5倍时选择卖出。而投资者E最终坚定地持有了这只股票10年，赚得了30倍的收益。比较一下这5位投资者的业绩，你肯定会发现投资者E颇具巴菲特的风范。

正如我们前面曾谈到的，巴菲特在投资华盛顿邮报公司时曾遭遇了长达4年的巨幅亏损，然而他却能坚定持有这只股票40年并收获了超过100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍的投资收益。由此可见，就算是巴菲特本人，在面对一只好股票时，他也不能判断它何时会上涨——有可能股价会在短期内迅速飙升，又或许会长期萎靡不振。这个时候，最需要的就是良好的仓位管理。因为时间或许无法摧毁一家优秀的企业，却能轻而易举地摧毁一位价值投资者的信念和勇气。巴菲特之所以能够一直坚持长期投资，正是因为良好的仓位管理能保护他的心理状态不受影响，保护他的投资计划不会被迫终止或改变。

看似简单，难以捉摸

读到这里，想必有人肯定想问：既然仓位管理这么重要，却又为何长期被投资者所忽视呢？一个重要的原因就是，仓位管理"太简单"——与巴菲特投资体系中的价值选股和企业估值等内容相比，仓位管理看起来的确要简单得多。概括来说，仓位管理无非就是"进、退、加、减"四个字，也就是建仓、清仓、加仓、减仓。然而，就是这看起来再简单不过的仓位管理，却是巴菲特整个投资体系中最难以捉摸和最难以学习的部分。

进——何时建仓，建仓多少？

加——何时加仓，加仓多少？

减——何时减仓，减仓多少？

退——何时清仓，清仓多少？

这些一进一退、一加一减的仓位变化虽然看似简单，却无不是投资者的思维、心理、知识、能力、经验等诸多因素的综合反映。也正是这看似平淡无奇的仓位变换，成了巴菲特难以被复制的真正"罪魁祸首"。因为即使你买入的股票真的与巴菲特相同，你也永远无法在仓位管理上实现与他同步。伯克希尔公司持仓变化的相关信息，大多数是每个季度才对外公布一次。客观来讲，这些信息只不过是巴菲特在一个季度的时间里许多次仓位管理行为的综合结果。所以即使有了这些结果，也没有人能直接倒推和分析出巴菲特在一个季度之中每一次的仓位管理行为。换句话说，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模仿者在仓位管理上不可能与巴菲特做到同步，使得试图“复制”巴菲特其实变成了一项“不可能完成的任务”。即使一厢情愿地跟着巴菲特购买了相同的股票，其结果也必然是“差之毫厘，失之千里”。而模仿者与巴菲特在仓位管理上不断累积的差异，则最终变成了存在于二者之间的巨大鸿沟。

艺术之魂

如果说投资是一门艺术，那么巴菲特就是一位世界级的“艺术大师”。艺术的魅力，始于技而止于意。艺术的生命取决于艺术家在创作时注入的意图、意境等个性因素。这些无法被复制的个性因素在艺术中起到了画龙点睛的作用，因而被称之为艺术之魂。艺术之魂只因人而存在、因人而改变，它是艺术家在某一个特定时期内其思维、情感、心境等主观因素与其时代背景、民族文化、生活境遇等客观因素相互融合的产物。由于这些因素具有独特性和不可复制性，也就使得每一件艺术品都是独一无二的。

如何“复制”艺术之魂

虽然全世界追逐巴菲特的脚步从未停止过，却很少有人反思如何追逐才是最正确和有效的。从理论上来说，任何人想要“复制”巴菲特的投资艺术，必须同时复制他的共性因素与个性因素。很显然，大多数人在追逐巴菲特的方向上都“跑偏”了。长期以来，我们总是在狂热地追捧巴菲特所采用的技法和元素等共性因素——价值投资的相关理论和方法，却完全忽略了他投资艺术的个性因素——仓位管理。与仓位管理这一个性因素相比，巴菲特投资体系中的知识、方法、理念等共性因素的确更容易被世人所了解和学习。然而仅仅掌握这些共性因素却是远远不够的，因为无数的投资者已经用复制失败的残酷事实证明：投资业绩的好坏并不取决于共性因素，而恰恰在于个性因素。同样的好股票巴菲特能赚钱，你却能亏钱；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的好价格巴菲特能赚得盆满钵满，你却能一无所获。面对这样的现实，你觉得这到底是共性因素的错，还是个性因素的过呢？

在巴菲特的投资艺术中，仓位管理就是他最难模仿的艺术之魂。也正是由于这个艺术之魂的存在，才让巴菲特的投资艺术最终变得难以复制。因为不同的价值投资者以相同的价格买入相同的股票并一直长期持有，十年之后的业绩差异就只取决于他们各自不同的仓位管理。那么面对巴菲特最难模仿的艺术之魂，我们该如何学习呢？答案就是，学习巴菲特的性格。当然，这里所说的性格并不是泛指人的各种秉性脾气，而是特指投资性格，即投资者的风险偏好。比如，有的人天生厌恶风险，有的人骨子里就喜欢追逐刺激。不同的投资性格，就会表现出不同的投资行为，并将直接影响投资的成败。说到底，风险防控的好坏其根源就在于投资者自身的风险偏好——你有什么样的风险偏好，就决定你会有什么样的仓位管理，而你有什么样的仓位管理，就决定你会有什么样的风险防控效果。尽管在资本市场上每一个人的投资性格都不尽相同，但总的来说可以分为三种类型：偏爱低风险的保守型投资者与偏爱高收益的激进型投资者，以及介于二者之间的稳健型投资者。下面，笔者就对这三种投资性格以及所对应的仓位管理特征逐一进行介绍。

保守型投资者的仓位管理

相对而言，保守型投资者趋向于以防御为主的投资风格。这类投资者极度厌恶风险，所以在保证本金安全的基础上获利是他们的主要交易原则。保守型投资者不仅会采取较低的股票仓位，而且选择的大部分股票都是风险偏小的个股。这类投资者往往只在自己的能力圈范围内进行投资，且股票组合并不会过于分散，一般只集中在自己熟悉的少数几只股票上。虽然投资比较集中，但由于他们总体的股票仓位较低，且对所投资的股票比较了解，因此潜在的亏损风险并不高。从投资回报来看，尽管保守型投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者所追求的投资回报目标相对较低，但实际投资回报却常常超出原本的预期。因为他们通常喜欢在底部区域布局被“错杀”的优秀公司，避开了许多不确定性的因素，盈利基本上也是可以预期的。一旦行情好转，带来的回报同样是相当可观的。

此外，保守型投资者一般不会参与短线炒作，大多主张中长线投资，因此并不会经常改变仓位。只有当市场大幅回调之后，保守型投资者会在相对低位入场。而由于中长线投资是保守型投资者的主要阵地，因而这类投资者有着比一般投资者更好的耐心和定力。在牛市中看见别人手中的股票天天飞涨，他们会拒绝诱惑；在熊市中看着自己手中的股票横盘震荡，他们会懂得坚守。由此可见，保守型投资者的仓位管理特征主要表现为“四低”：低股票仓位、低投资预期、低价位买入、低交易频率。

激进型投资者的仓位管理

激进型投资者大多信奉“进攻是最好的防守”，投资风格自然是以进攻为主。这类投资者希望能够最大限度地利用资金，让投资的每一分钱都能充分发挥赚钱效应，以实现投资收益最大化。与保守型投资者不同，激进型投资者通常并不太注重股票的质地，而更关注其股价的变化走势。他们利用股票的活跃度和时间周期来赚取收益；他们一般以技术分析为主，短期内频繁买卖，以期望提高资金的使用效率；他们敢于承担较大风险，喜欢将资金投入在价格波动幅度较大的热门股票上来博取丰厚的回报。因此，激进型投资者的仓位管理特征，主要表现为“四高”：股票仓位高、投资预期高、买入价格高、交易频率高。

当然，激进型投资者之所以敢以这种高风险方式去投资，是因为这种投资方式的潜在回报率也很高。他们采取的基本上是“赢多输少”的平衡策略，从而保证在整体上是盈利的。不过，这也决定了他们的投资收益极易出现大幅波动。同时，由于激进型投资者选择的股票短期内存在的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较大，因此他们并不拘泥于投资时间的长短、获利空间等因素。他们习惯采用止损与止盈等操作来实现“半自动化”的仓位管理，其仓位变化也呈现出“短平快”的特点：持股周期短、卖出迅速、周转速度快。

稳健型投资者的仓位管理

稳健型投资者的风险偏好，介于保守型与激进型二者之间，其投资风格也是信奉中庸之道。该类投资者既希望能获得较高的投资回报，又对本金的安全性有较高的要求。他们的投资组合往往比较复杂，既有低估值的“冷门股”，也有高估值的“热门股”；既有股票，也有现金、债券、金融衍生品等其他种类的资产。在实际交易中，稳健型投资者通常按照“高风险低仓位、低风险高仓位”这一原则来平衡风险。因此，稳健型投资者的仓位管理特征，较保守型投资者与激进型投资者更为复杂多变。

巴菲特的风险性格

那么，巴菲特属于哪一种性格类型的投资者呢？从伯克希尔公司的历史仓位布局来看，他绝大多数时间是一位保守偏稳健的复合型投资者，但在特定的时间段又会有所变化。每当大牛市来临，此时的巴菲特是一个极度厌恶风险的保守型投资者。股市涨得越疯狂，他的仓位越低。每当大熊市来临，巴菲特又摇身一变，成为一个极度“贪婪”的激进型投资者，即股市跌得越惨，他的仓位越高。然而与一般的激进型或稳健型投资者不同的是，巴菲特永远不会去追逐那些高风险的“热门”股票，因为无论到何时，低估值低风险股票都是他的最爱。而从投资时间的长短来看，巴菲特基本上是一位保守型投资者，因为他的投资时间跨度基本上都是以年为单位。通过上述性格分析，我们就能更好地理解为什么巴菲特会将“安全至上”作为自己的仓位管理原则，就能更好地理解为什么他总是在不断地强调“不要亏损”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的 A、B 面

巴菲特的巨大成功，使无数投资者对他的投资理论深信不疑，有的甚至已经到了“言听计从”的地步。然而越来越多的迹象表明，我们以往对巴菲特的认知其实只是他真实投资世界的一角。正如冰山分为水面之上和水面之下两部分，真实的巴菲特同样也分为 A、B 两面。“水面之上”的 A 面，即为大家目前所熟知的巴菲特；“水面之下”的 B 面则是不为外界所知的巴菲特。值得注意的是，巴菲特世人皆知的 A 面和不为人知的 B 面常常发生冲突，因此常表现为“言行不一”，并因此而备受争议。从学习的角度来说，投资者不仅应该了解巴菲特“言行不一”的客观事实，更应该弄清巴菲特“言行不一”的内在原因。

听其言，观其行

巴菲特的很多投资主张虽然言简意赅，却大都是只言片语。如果投资者仅凭这些“言语”按图索骥，并试图完整地还原巴菲特的真实投资世界，无疑是困难重重。那么，我们究竟应该怎么做呢？俗话说，言为心声，行能传神。想要真正地了解巴菲特，不仅要听其言、还要观其行。听言往往只能获取最一般的、最初步的印象、感觉和看法，却很难完整彻底地认识对方。要想彻底了解一个人，除了要听他怎么说，更要看他怎么做，观察他是否言行一致。

到底应该如何对巴菲特“观其行”呢？我们当然无法通过与巴菲特朝夕相处来观察他。所幸的是，巴菲特大半辈子的交易行为和历史持仓信息都被完整地记录和保存了下来，这为我们学习和分析他的行为轨迹提供了最宝贵的资料。世人皆知，巴菲特执掌的伯克希尔·哈撒韦是一家美国的上市公司，而美国的证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）会强制要求上市公司及时提交规范的报告文件以公开披露各种信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较常见的SEC文件包括10－K（年报）、10－Q（季报）、8－K（重大事件）等。由于美国SEC要求信息披露的力度很大，基本上伯克希尔·哈撒韦公司所有的交易行为都被记录在提交的SEC文件中。因此，这些文件中所记录的信息本质上就是巴菲特投资活动的行为痕迹，是巴菲特完整的投资世界最直接、最客观、最真实的反映。而研究和分析伯克希尔·哈撒韦公司历年的SEC文件，其实就相当于我们在近距离地观察巴菲特的投资交易行为。

长期投资：巴菲特的言与行

下面我们不妨以巴菲特所提倡的"长期投资"为例，看看"听其言、观其行"是否能给我们带来不一样的收获。

听其言

关于长期投资，巴菲特如是说：

"如果你买入一只股票不打算持有它十年的话，那么就请你一分钟也不要持有。"

"我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。"

"投资的一切秘诀在于，在适当的时机选好股票之后，只要他们情况良好就一直持有。"

"我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售。我们希望与企业终生相伴。"

观其行

伯克希尔公司的历年年报向我们充分展示了巴菲特的投资仓位和交易行为。

2005年底，伯克希尔公司持有的股票主要为：美国运通公司、阿默普莱斯金融公司、安海斯－布希公司、可口可乐公司、M&T银行、穆迪公司、中石油（H股）、宝洁公司、沃尔玛公司、华盛顿邮报公司、富国银行、白山保险公司，如图5－1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Investments

We show below our common stock investments. Those that had a market value of more than $700 million at the end of 2005 are itemized.

Shares	Company	Percentage of Company Owned	12/31/05 Cost* (in $ millions)	Market
151,610,700	American Express Company	12.2	$1,287	$ 7,802
30,322,137	Ameriprise Financial, Inc.	12.1	183	1,243
43,854,200	Anheuser-Busch Cos., Inc.	5.6	2,133	1,884
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.4	1,299	8,062
6,708,760	M&T Bank Corporation	6.0	103	732
48,000,000	Moody's Corporation	16.2	499	2,948
2,338,961,000	PetroChina "H" shares (or equivalents)	1.3	488	1,915
100,000,000	The Procter & Gamble Company	3.0	940	5,788
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	0.5	944	933
1,727,765	The Washington Post Company	18.0	11	1,322
95,092,200	Wells Fargo & Company	5.7	2,754	5,975
1,724,200	White Mountains Insurance	16.0	369	963
	Others		4,937	7,154
	Total Common Stocks		$15,947	$46,721

*This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required.

图 5－1 伯克希尔公司 2005 年年报披露的股票持仓

Investments

Below we show our common stock investments that at yearend had a market value of more than $1 billion.

Shares	Company	Percentage of Company Owned	12/31/09 Cost* (in millions)	Market
151,610,700	American Express Company	12.7	$ 1,287	$ 6,143
225,000,000	BYD Company, Ltd.	9.9	232	1,986
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.6	1,299	11,400
37,711,330	ConocoPhillips	2.5	2,741	1,926
28,530,467	Johnson & Johnson	1.0	1,724	1,838
130,272,500	Kraft Foods Inc.	8.8	4,330	3,541
3,947,554	POSCO	5.2	768	2,092
83,128,411	The Procter & Gamble Company	2.9	533	5,040
25,108,967	Sanofi-Aventis	1.9	2,027	1,979
234,247,373	Tesco plc	3.0	1,367	1,620
76,633,426	U.S. Bancorp	4.0	2,371	1,725
39,037,142	Wal-Mart Stores, Inc.	1.0	1,893	2,087
334,235,585	Wells Fargo & Company	6.5	7,394	9,021
	Others		6,680	8,636
	Total Common Stocks Carried at Market		$34,646	$59,034

*This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required.

图 5－2 伯克希尔公司 2009 年年报披露的股票持仓

到了 2009 年底，伯克希尔公司持有的股票又发生一些变化，主要为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国运通公司、比亚迪公司、可口可乐公司、康菲石油、强生公司、卡夫卡夫食品公司、浦项制铁公司（韩国）、宝洁公司、赛诺菲－安万特公司、乐购公司、美国合众银行、沃尔玛公司、富国银行，如图 5－2 所示。

到了 2014 年底，伯克希尔公司持有的前 15 大公司的股票又变为：美国运通公司、可口可乐公司、达维塔保健合作公司、迪尔公司、直播电视集团公司、高盛集团有限公司、IBM 公司、穆迪公司、慕尼黑再保险公司、宝洁公司、赛诺菲制药有限公司、美国合众银行、美国石棉公司、沃尔玛超市、富国银行，如图 5－3 所示。

Investments

Below we list our fifteen common stock investments that at yearend had the largest market value.

*Shares***	*Company*	*Percentage of Company Owned*	*12/31/14 Cost**	*12/31/14 Market*
			(in millions)	
151,610,700	American Express Company	14.8	$ 1,287	$ 14,106
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.2	1,299	16,888
18,513,482	DaVita HealthCare Partners Inc.	8.6	843	1,402
15,430,586	Deere & Company	4.5	1,253	1,365
24,617,939	DIRECTV	4.9	1,454	2,134
13,062,594	The Goldman Sachs Group, Inc.	3.0	750	2,532
76,971,817	International Business Machines Corp.	7.8	13,157	12,349
24,669,778	Moody's Corporation	12.1	248	2,364
20,060,390	Munich Re	11.8	2,990	4,023
52,477,678	The Procter & Gamble Company	1.9	336	4,683 ***
22,169,930	Sanofi	1.7	1,721	2,032
96,890,665	U.S. Bancorp	5.4	3,033	4,355
43,387,980	USG Corporation	30.0	836	1,214
67,707,544	Wal-Mart Stores, Inc.	2.1	3,798	5,815
483,470,853	Wells Fargo & Company	9.4	11,871	26,504
	Others		10,180	15,704
	Total Common Stocks Carried at Market		$55,056	$ 117,470

*This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required under GAAP rules.

**Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

***Held under contract of sale for this amount.

图 5－3　伯克希尔公司 2014 年年报披露的股票持仓

2005—2014 年的十年之间，伯克希尔持有的前 15 大公司的股票明显发生了很大的变化：十年间，巴菲特对美国运通公司与可口可乐公司的股票确实是“不改初心”，这两只股票的仓位几乎从未发生过变化。除上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两只股票外，巴菲特一直持有的股票还有三只——宝洁公司、沃尔玛公司、富国银行，但这三只股票的持股仓位却在不断变化，如表 5－2 所示。宝洁公司的持股仓位一直在减少，而沃尔玛和富国银行的持股仓位却在不断地增加。

表 5－2 三只股票的市值以及总股本占比的变化

市值单位：百万美元

	2005 年		2009 年		2014 年	
	市值	股本占比	市值	股本占比	市值	股本占比
宝洁公司	940	3%	533	2.9%	336	1.9%
沃尔玛公司	944	0.5%	1893	1%	3798	2.1%
富国银行	2754	5.7%	7394	6.5%	11871	9.4%

十年间，除了上述五只股票，伯克希尔公司持有的其他股票基本上都已经卖出：在 2005 年持有的阿默普莱斯金融公司在 2006 年被陆续抛售；在 2005 年持有的中石油（H 股）股票，在 2007 年被陆续清仓；于 2008 年 3 月 10 日宣布抛售持有的 16.3% 白山保险公司的股票；在 2009 年持有的强生公司股票，在 2012 年被逐步清仓；宣称“永不卖出”的四只股票之一的华盛顿邮报，在 2013 年被清仓；在 2009 年持有的韩国最大的钢铁公司——浦项制铁公司的股票，在 2014 年被清仓……

事实证明，巴菲特持有的绝大多数股票都是会卖出的，只有极少数股票的仓位一直从未改变。尽管巴菲特常说最理想的持股期限是永远，但他宣扬的这种“终生持股”只是一种最理想化的投资理念。他只是建议投资者以“终生持股”一样的审慎投资态度来寻找可以长期持有的优质公司股票，不要轻率做出决定。崇尚慎之又慎、优中选优的选股理念，并不意味着巴菲特真的只买不卖。因此，尽管巴菲特可能是真的不喜欢卖出股票，但实际上他还是会经常抛售手上的一些股票。

做一名聪明的学习者

通过上面的举例分析，想必你已经理解了“观其行”的重要性。与以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往我们只是一味地对巴菲特“听其言”相比，观察和分析他数十年来的投资行为，无疑才是认识真实巴菲特更有效的方法。分析并理解巴菲特的这些投资交易行为，不仅将为全面解读巴菲特投资体系提供新的突破口，还将为我们自己投资体系的构建带来新的启示。因为只有真正地理解了巴菲特的这些行为，才能更好地了解他是如何在实际交易中践行自己的投资理念和投资思想的。

具体来说，我们可以从两个方面入手。首先，要对巴菲特历年的客观持仓数据以及变化过程进行全面的统计和分析，找到巴菲特在仓位管理上的行为特征和规律。其次，结合我们以往对巴菲特的已有认识（包括他的投资理念、方法、言语、观点等），进一步深入分析巴菲特为什么要这样做。只有明白了他投资行为背后的逻辑，才能更好地学习和借鉴他的做法——我们就能弄清楚巴菲特的哪些做法是我们可以直接借鉴的，哪些做法是有条件限制的，哪些做法是根本不能为我所用的。所有这些努力只有一个目标，即基于巴菲特尽人皆知的 A 面以及“听其言、观其行”的分析结果，去窥探巴菲特鲜为人知的 B 面。很显然，只有当我们综合包括仓位管理在内的所有投资要素，还原出巴菲特真实而完整的投资世界，才真正意味着我们已经“读懂”巴菲特了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
巴菲特的“炼金术”

善守者，藏于九地之下，善攻者，动于九天之上，故能自保而全胜也。

——《孙子兵法·军形篇》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

被誉为“百万富翁教父”的罗伯特·T. 清崎（Robert T. Kiyosaki），在《富爸爸穷爸爸》一书中首次提出了“财商”（Financial Quotient）这一概念。简单说，财商就是一个人认识金钱和驾驭金钱的能力。财商的高低，是一个人能否拥有财富的关键。美国石油大王约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller）曾说：“即使把我衣服脱光，再放到没有人烟的沙漠中，只要有一支商队经过，过不了多久我又会成为百万富翁。”可见，决定一个人能否在商界或投资界大展宏图的并不是他拥有多少金钱，而是他驾驭金钱的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不少投资者认为，自己之所以不能复制巴菲特的成功，是因为自己的资金量太小，不能与巴菲特同日而语。这种观点无疑是十分错误的，甚至是非常可笑的。因为投资者手中的资金就如同剑客手中的剑，剑客实力的高下并不取决于他手中是否握有锋利的宝剑，而在于他的驭剑之道。那么，什么才是一个投资者的“驭剑之道”呢？答案就是仓位管理。

手里有粮，心里不慌

现金为王

有人曾说“熊市是价值投资者的春天”，因为廉价的股票在熊市中往往随处可见。如果此时你手中握有大量的现金，那将是一件多么幸福的事啊！而巴菲特就经常享受这种幸福，他总是在股市一地鸡毛之时不停地买！买！买！以2008年的超级大熊市为例。当金融危机所导致的股市暴跌令大多数人为生存而乱成一团时，手握大把现金的巴菲特却毫无畏惧，他如同一位潜伏已久且终于发现猎物的狙击手，将早已准备好的“子弹”上膛，并在最恰当的时刻扣动了扳机——9月23日，巴菲特宣布向高盛公司投资50亿美元；9月29日，宣布向比亚迪公司投资18亿港元；10月2日，宣布向通用电气公司投资10亿美元……在雷曼兄弟公司（Lehman Brothers Holding Inc.）破产之后的短短25天内就豪掷了150多亿美元。看到这里，或许有人会说：“熊市抄底，谁不会？”的确，熊市抄底并不困难，困难的是如何能在熊市中永远有钱抄底。因为在资本市场上，我们经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常能看到：许多价值投资者熊市尚未过半就已经把自己手中的“子弹”全部打光了，其结果自然是“出师未捷身先死”。而巴菲特的长期收益之所以能超越美国道琼斯工业平均指数近 2 倍，主要原因就是巨额现金时刻在手，让他可以随时投资股价大大低于其内在价值的股票。

那么，如何才能做到像巴菲特一样永远有钱抄底呢？想要实现这一目标，关键要做到两点：一是要在投资战略上对现金的作用和意义给予足够的重视，二是要善于通过仓位管理以确保自己手中始终握有大量的现金。

如何对待现金

不少投资者将持有大量现金看成是一种逃避，并认为这些资金没有体现出其应有的价值。这种想法无疑是片面和错误的。对此，《滚雪球》一书的作者爱丽丝·施罗德曾这样说道：“巴菲特对现金的看法与普通投资者不同。现金具有选择性，使得他有机会捡到一个大便宜。对巴菲特而言，现金并非是一种接近零回报的资产，而是一种永不过期的看涨期权，可以购买任何资产，而且不受行权价限制。当他认为资产收益很低时，他宁愿将钱放在利息极低的银行里，也不愿用其购买资产。”正是因为手中始终握有现金这份“看涨期权”，巴菲特才能在市场中任意进出游走，寻觅被低估的资产，从而让投资变得更加物超所值。

2008 年美国爆发金融海啸之后，许多上市公司打电话给巴菲特，希望能得到伯克希尔·哈撒韦公司的资金帮助。对于这些“困难户”企业，巴菲特曾调侃道：“我们有很多选择，但只接受了其中少数人的吻，然后把资金抛向他们。要知道，如果你没钱，人家就不会常亲你。”当然，大量的现金除了能让巴菲特拥有选择权，还让他拥有了抵御风险的超强能力。巴菲特之所以能在 60 余年的投资生涯中安然渡过一次次危机，一个重要原因就是他手里始终保持着充裕的现金。对于投资而言，一旦手头缺少了现金，你的投资系统也将无法正常运转，并失去了抵御投资风险以及持续盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的能力。也正因为现金具有如此多的好处，巴菲特曾直言不讳地说，“我喜欢持有大量的现金，因为我可以随时使用”，并认为“如果在股市下跌过程中进行股票投资，手中握有大量现金才是最让人踏实的，并能让投资者不受悲观情绪的干扰”。

尽管巴菲特偏爱手中持有大量现金，但他对于通过负债而获得的资金却是慎之又慎。在 2011 年《致股东的信》中，巴菲特进一步系统阐述了他对现金与债务的观点和原则，他这样写道：“毫无疑问，有人已经通过借钱投资变得很富有。然而，这种方式同样能让你一贫如洗。当杠杆发挥作用时，收益能被成倍放大。配偶觉得你很聪明，邻居也对你艳羡不已。但是，杠杆会使人上瘾。一旦从中获益，极少有人能退回到那些更为保守的操作方式上去。而我们在三年级（有些人在 2008 年金融危机中）就懂得了，不论多大的数字一旦乘以零都会化为乌有。历史经验告诫我们，无论操作者多么聪明，都无法避免运用金融杠杆所导致的归‘零’。……由于我们对金融杠杆始终保持谨慎的态度，我们的回报率也因此略受影响。尽管如此，拥有充足的流动性，将使我们得以安枕无忧。”

对于巴菲特的这段话，在中国 A 股市场上有一个最现实的注脚。在 2015 年的 A 股牛市中，使用杠杆的投资者曾一度出尽了风头。然而不幸的是，就像巴菲特所说的那样，无数的投资者因为使用杠杆最终血本无归。当“杠杆牛市”的泡沫最终破裂，无数的杠杆交易者被无情地“屠杀”殆尽。从此，资本江湖里便到处流传着“珍爱生命，远离杠杆”的血泪感言。

如何做才能“不缺钱”

巴菲特是如何利用仓位管理做到手中始终“不缺钱”的？具体来说，他主要从以下四个方面着手。

首先，巴菲特在仓位管理上始终坚持“现金为王”这一基本原则。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特这样写道：“我们绝不会依赖陌生人的善举。‘大而不倒’不会是伯克希尔公司退让的立场。相反，我们将竭尽所能，使得任何我们能够预见的现金需求与公司自身的流动性相比都是小菜一碟。此外，我们数量众多且多样化的业务所源源不断产生的利润也将一直为公司注入新的流动性。2008 年 9 月，当金融体系突遇‘心脏骤停’时，伯克希尔公司成了向金融系统注入流动性和资本的提供者，而非求助者。在危机最严重之时，我们向企业界注入了 155 亿美元，否则这些企业可能只能向联邦政府求助。……我们为维持自己的一流财务实力付出了高昂的代价。目前我们按照惯例持有 200 多亿美元的现金等价物资产，却只能获得微薄的收益。但是我们却能安然入睡。”

不难看出，为了保证自己手中“不缺钱”，巴菲特一直都习惯性地在伯克希尔公司的账面上保留至少 200 亿美元的现金。通过分析伯克希尔公司近几年的年报和季报，笔者发现巴菲特手中的现金规模早已远远高于这一标准。之所以会这样，原因有二：一是现金规模的最低门槛会随着伯克希尔公司规模的壮大而不断提高；二是每当市场不断上涨时，巴菲特手中的现金规模也会与日俱增。实际上，自从美国标准普尔 500 指数在 2009 年创下了 666.79 点的低位之后，便开启了一轮长达 8 年的慢牛行情。美国道琼斯工业平均指数在 2014 年突破了 17000 点大关，在 2015 年又站上了 18000 点。不过在美股一片欣欣向荣之时，巴菲特已经开始感到隐隐的不安，伯克希尔·哈撒韦公司的现金储备和短期投资规模不断攀升。股市不可能无限制地上涨，尽管巴菲特并不知道下一次熊市寒冬何时到来，但他似乎已经开始着手准备过冬的“粮草”。2015 年底，伯克希尔·哈撒韦公司持有的现金规模超过了 700 亿美元。这是自巴菲特担任伯克希尔董事长和首席执行官 50 余年以来，持有的现金规模首次突破 700 亿美元大关。

其次，巴菲特会攥紧每一分钱并尽可能地让现金“只进不出”。为了确保手中能够握有更多的现金储备，伯克希尔公司从 1967 年以后就再也没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有分配过股息红利，这也使得公司账面上的现金越积越多。

再次，巴菲特在获得现金之后会将其中一部分投资于美国国债、企业债等固定收益证券，以不断获得收益，另一部分则是通过持有收益更低的现金或现金等价物以保持充足的流动性和安全性。据统计，伯克希尔·哈撒韦公司在美国次贷危机爆发之前的2007年末拥有443亿美元的现金与现金等价物以及285亿美元的固定收益证券，这两项之和高达728亿美元。而到了2016年末，这两项之和高达近1000亿美元，其中包括234亿美元的固定收益债券。

最后，巴菲特之所以手中永远有“花不完”的钱，另一个重要原因就是他量入为出，从不轻易浪费手中的“子弹”。他将现金视为投资活动中的“氧气”，所以从来不会随随便便让自己“缺氧”——他从来不会将自己手中的“子弹”全部打光，即使是再完美的投资亦不例外。

纵观巴菲特一生的投资，他所取得的成就与其对现金的重视程度密不可分。现金让巴菲特在熊市中有了出手抄底的能力，现金让巴菲特在危机中有了抵抗风险的能力，现金让巴菲特在交易中有了议价选择的能力。而从巴菲特的长期持仓数据来看，他最为推崇的便是“现金为王”，可谓是巴菲特仓位管理的第一原则。这一点，非常值得巴菲特的追随者们学习和借鉴。虽然普通投资者并不能像巴菲特那样坐拥巨额资金进行投资，但凭借科学的仓位管理，合理分配手中的现金，获得稳健的收益，却同样是能够实现的。

鸡生蛋，蛋生鸡

众所周知，作为投资界佼佼者的巴菲特从来不投资黄金，也从不购买与黄金相关的股票。对于为何宁愿手持现金也不买黄金，巴菲特曾给出这样的回答，“黄金不能产生其他任何东西……即使跌到1000美元，甚至是800美元/盎司，我也不会买入，我觉得黄金除了看之外，其实也没什么用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处了”。从这个回答可以看出，巴菲特之所以不愿意买黄金，是因为他认为黄金是一只“不会下蛋的鸡”。相反，他对“会下蛋的鸡”则是情有独钟。

那些“会下蛋的鸡”

巴菲特对保险业赞不绝口，就是因为保险业务可以为自己带来源源不断的浮存金。当然，对于保险浮存金我们必须客观对待。虽然保险浮存金确实为巴菲特的投资成功立下了“汗马功劳”，但这些资金并不能百分百地用于投资，其中一部分则需要留在账户里以随时准备“还给”保险客户。因此，保险浮存金从理论上说只能“应急”，用完了还要“还回去”用于支付保单，只能用于中短期的投资交易，其发挥的作用更像是“后备军”。

而除了保险浮存金，在巴菲特的仓位管理体系中还存在着一个自主的资金来源——伯克希尔·哈撒韦公司旗下所有子公司产生的经营现金流。与浮存金相比，子公司所产生的现金流才是真正属于伯克希尔公司自己的——用完了不用还，可以放心地用于长期投资以获得超额收益，其作用相当于“主力军”。目前，伯克希尔·哈撒韦公司旗下拥有近100家子公司，每年可产生数百亿美元的现金流。所以除了保险浮存金，这些子公司所产生的现金流也是巴菲特始终“不缺钱”的另一个重要原因。截至2015年底，伯克希尔·哈撒韦公司拥有的保险浮存金高达877.22亿美元，而伯克希尔公司与子公司账面上的现金与现金等价物同样高达717.30亿美元。如果将保险浮存金中用于支付保单的预留资金部分扣除，二者的实际规模基本上在伯仲之间。

并购与投资并举

伯克希尔·哈撒韦公司旗下众多的子公司是从何而来的呢？当然不是上帝赐予的，而是巴菲特通过不断的并购交易获得的。所谓并购交易，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过整合性的兼并（Merger）和收购（Acquisition）获得公司的全部股权，使该公司成为伯克希尔旗下的全资子公司，如并购GEICO保险公司、喜诗糖果公司等。虽然不少人对伯克希尔公司的并购交易也有所耳闻，但一直以来，更多的人往往只关注巴菲特的单纯性股票投资，即买入公司的部分股权成为该公司的股东，如投资华盛顿邮报公司、可口可乐公司等。而巴菲特的投资业绩之所以远远超越其他投资大师，另一个重要原因就是并购与投资并举。

在1995年的《致股东的信》中，巴菲特提到了并购与投资“双管齐下”的优势：“伯克希尔的副董事长、同时也是我的老伙计查理·芒格以及我本人，一直致力于通过100%控股或部分控股的方式，建立起一个拥有一批竞争优势出众且由杰出经理人领导的企业所组成的集团。当然，我们最希望的并购方式还是通过协商以公平合理的价格购得全部的股权。不过如果我们在股票市场中有机会能够找到以低于购并整家公司所需的平均价格，取得一家好公司相当程度的股份的话，我们也很乐于尝试，事实上这种双管齐下的做法（经由协议买下整家公司或是透过股市买进部分股权），使得我们比起其他坚持单一做法的资金分配者来说，拥有绝佳的优势。伍迪·艾伦曾经用以下的方式来形容为什么会有折中派出现，他说：双性恋者最大的好处就是可以让他们在周末时，比一般人整整多出一倍的约会机会。多年来，我们的看法一直与伍迪一致，在努力增加我们非凡企业投资持仓的同时，也试着买下一些同样优秀企业的全部股权。”

实际上，当巴菲特“保险+投资”的经营策略被越来越多的机构投资者所膜拜和效仿时，他的资金管理模式也早已悄然转型——从单纯追求保险“浮存金”转到通过企业并购增加运营产生的现金流。与此同时，企业并购也已逐渐取代股票投资成为伯克希尔公司投资股权的最主要形式。2015年初，巴菲特本人就曾透露：“股票投资不再是公司未来关注的重点，伯克希尔的明天取决于企业并购。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股神”并购的标准

如果“股神”选择一家企业进行并购，他的判断标准又是什么呢？在1977年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特首次对外公布了他并购战略的四条“收购标准”（Acquisition Criteria）：（1）长期良好的发展前景；（2）德才兼备的管理层；（3）吸引人的价格；（4）我们所能了解的商业模式。可见企业并购与股票投资之间除了控股比例不同以外，巴菲特对两种交易的选择基本上是一视同仁的——完全采用相同的标准。因此，他在1996年的《致股东的信》中这样说道：“投资上市公司股票的成功秘诀与并购子公司没有什么不同。在这两种情况下，都是希望能够以合理的价格取得拥有绝佳经济状况与德才兼备的管理层。而在此之后，投资者需要做的只是监控这些特质是否还在继续保持。”

随着手中的现金越来越多，巴菲特也变得越来越财大气粗，并购公司的标准也随之出现了些许改变。如今，巴菲特对并购企业的选择标准也从原来的“中小公司”变成了“大型收购”，而且是公司越大，越感兴趣。因此，在2014年伯克希尔公司年报中巴菲特写道，他乐意进行价格在50亿至200亿美元范围之间的并购。为此，他又增加了两条并购标准：（1）大型收购（税前利润至少为7500万美元，除非该企业与我们现有的业务部门之一相契合）；（2）企业的股本回报率良好，同时债务很少或没有。有意思的是，巴菲特对这些通过并购而获得的企业却总是“另眼相待”——除非公司经营状况极度恶化，否则巴菲特很少会将其卖出。正如巴菲特曾经说过的：“无论价格如何，我们都无意卖掉伯克希尔所拥有的优秀企业。同样，我们也不情愿卖掉任何次等企业，只要它们至少还能为我们带来一些现金收入，只要我们对它们的管理层和劳资关系还感到满意。”由此可见，虽然企业并购与普通股投资的买入标准是一样的，但在卖出标准上却存在些许差异。不过这也是人之常情，毕竟通过并购所获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业本质上已经算是“自家人”了，而普通股投资中所涉及的企业终究只是“外人”。

并购交易中的偏好

除了在并购企业的选择上有着非常严苛的要求，巴菲特对并购交易方式的选择也有自己的偏好。巴菲特的偏好之一，是必须掌控所并购企业100%的股权。这对于一家上市公司而言，则意味着该公司必须私有化退市。以GEICO保险公司为例，早在1951年时，巴菲特就开始买入该公司的股票。当时研究生毕业不久的巴菲特也只不过是个“小散户”，因此只投资1万美元买了350股GEICO保险公司的股票。25年之后，当巴菲特再次出手买入GEICO保险公司股票时，他投入了400万美元的资金。在此之后，巴菲特多次加仓并逐渐掌握了GEICO保险公司48%的股权，然后在1996年以23亿美元的价格收购了剩余52%的股权。最终，GEICO保险公司摘牌退市，由一家公开上市的公司变成了伯克希尔旗下的全资子公司。

巴菲特的偏好之二，是他尤为偏爱以纯现金的方式买入自己心仪的企业。出于对伯克希尔股票的喜爱以及对自己投资能力的信心，巴菲特在并购企业时一向是“惜股如金”。他曾经明确表态，“在收购中我们宁可使用现金而不是伯克希尔的股票。”据统计，在伯克希尔已经完成或者正在进行的收购活动中，纯现金并购占比高达90%以上，而使用股票或债务等支付方式的并购案例却并不多见。

巴菲特之所以对此格外重视，是因为他明白支付方式会对并购收益产生巨大的影响。而这一点，其实也是他基于自己以往失败的并购经历所总结出的经验教训。1993年，巴菲特在收购德克斯特（Dexter）鞋业公司时使用了4.43亿美元的伯克希尔股票。而这一笔并购交易，却被他后来经常描述为“最差的交易之一”。最终，德克斯特鞋业公司在2001年关门大吉，让巴菲特吃了大亏。在2007年《致股东的信》中，巴菲特在谈及这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个大错误时说道："因为使用股票收购，使我们的错误变得更为严重。这次收购让伯克希尔股东损失的不是4亿美元，而是35亿美元。本质上，我用我们的好公司（现在价值2200亿美元）1.6%的股份，去换了一个一文不值的公司。"这次失败的并购经历给巴菲特的教训是刻骨铭心的，也使得巴菲特越来越频繁地使用纯现金的收购方式。即使是在2015年完成的伯克希尔公司历史上最大的一笔并购——收购精密机件公司（Precision Castparts），巴菲特也是选择支付372亿美元的现金。

而从仓位管理的角度来看，偏爱纯现金的并购交易不仅是巴菲特的一种资金战略布局方式，也与其"现金为王"的仓位管理原则密切相关。一方面，二者之间可以互为因果——"现金为王"的仓位管理原则使得巴菲特有能力选择以纯现金的方式进行并购，而巴菲特对纯现金并购的偏爱又使得他不得不崇尚"现金为王"；另一方面，二者之间也可以互相转换——巴菲特通过纯现金并购交易获得了优秀的企业，而优秀的企业则好比一只"会下蛋的鸡"，又能源源不断地产生经营现金流。

坚固的"铁三角"

随着巴菲特在企业并购的道路上越来越成功，一大批优秀的企业被他收归麾下。这些企业所产生的现金流将与保险浮存金一起，为巴菲特进一步投资或并购其他优秀企业提供充足的资金。而这也意味着巴菲特实际上将保险、投资与并购中的资金进行了"无缝对接"，构筑了一个现金流的"铁三角"，如图6-1所示。

在这个"铁三角"中，现金流如同一条主线，将巴菲特的投资、并购、保险以及公司管理等行为贯穿起来。这种"铁三角"模式使巴菲特在并购和投资目标的选择上，尤其偏爱现金流充沛的公司。在2007年的《致股东的信》中，巴菲特就曾指出："我们要寻找的企业，是在稳定的行业中拥有长期竞争优势的公司。如果它还能迅速成长，那就太棒了。但即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

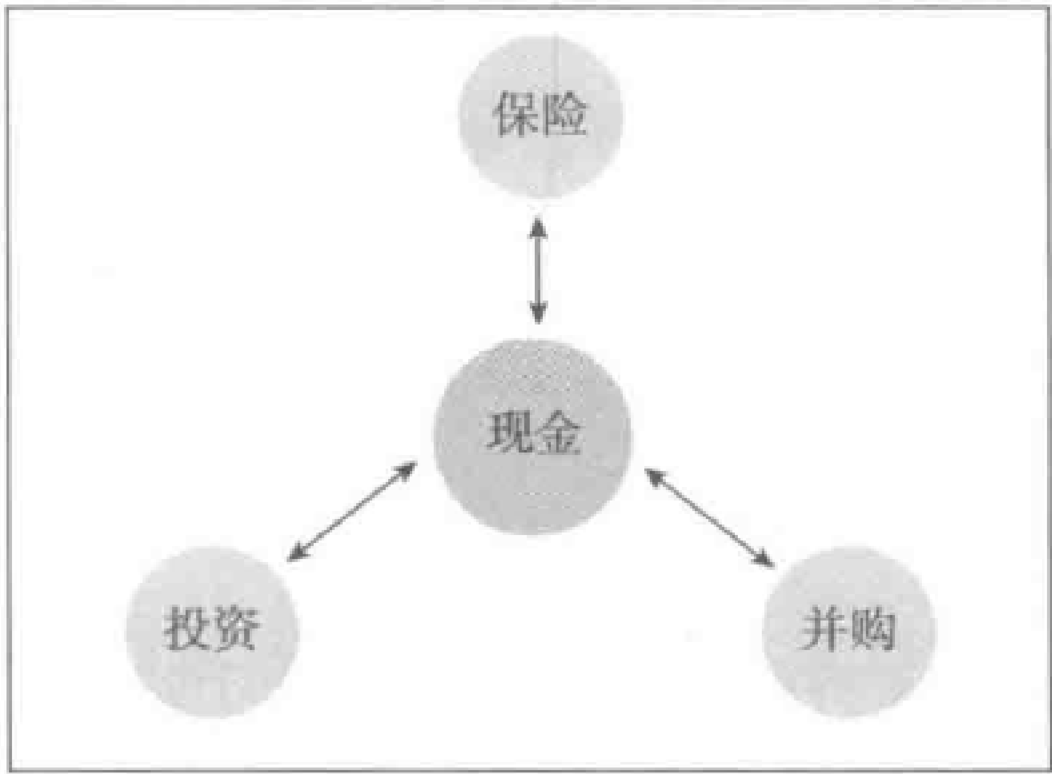


图 6-1 保险、投资、并购的现金流“铁三角”

使没有成长，这样的企业也依然能提供丰厚的回报。我们只需简单地把这些企业获得的丰厚利润，去购买别处类似的企业。没有什么规定说，你必须将钱投在那些已给你带来回报的领域。事实上，这样做经常是错的。真正伟大的企业，不但能从有形资产中获得出色的回报，而且不用长期持续拿出收益中的大部分利润再投资该企业以维持其较高的回报率。”

在所有子公司中，保险公司又有别于一般性质的子公司。因为保险公司除了能获得不错的经营现金流以外，还能给巴菲特带来大量的保险浮存金。保险浮存金和所有子公司在经营过程中所产生的现金流汇聚在一起，让巴菲特既能随时支付巨额的保险赔偿费，又能随时有钱可以用来投资或并购。正是这种独特的仓位管理方式，为巴菲特提供了不竭的现金流。如此一来，鸡生蛋，蛋生鸡，鸡再生蛋，形成了一个“以股养股”的良性增长循环。这不仅使得伯克希尔公司的企业帝国版图越来越大，也为伯克希尔公司带来了越来越多的资金，并最终汇聚成巴菲特手中天量的现金洪流。

开源节流

想要在投资上和巴菲特一样成功，不仅要懂得开源——增加收入，还要懂得节流——避免不必要的开支。因为开源与节流是现金流管理相辅相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的两个方面，缺一不可。无论是只开源不节流，还是只节流不开源，都不可能达到积累财富的目标。对于巴菲特而言，投资、并购、保险以及各项经营业务是伯克希尔·哈撒韦公司的几大开源渠道，而在节流方面主要包括两大途径：一是避免频繁交易，降低投资交易成本；二是合理避税。

避免频繁交易

对于频繁交易，巴菲特曾说："考虑到我们庞大的资金规模，我和芒格还没有聪明到能通过频繁买进卖出来取得非凡投资业绩的程度。我们也并不认为其他人能够像蜜蜂一样从一朵小花飞到另一朵花来取得长期的投资成功。"实际上，频繁交易不仅不能保证投资一定能够盈利，反而会导致投资成本不断增加。尽管每一次的交易佣金看起来并不多，但长期积累下来，频繁交易却能让一笔笔不大的交易佣金变成投资者的一个沉重负担。

以我们熟悉的 A 股市场为例，假设一位投资者本金为 100 万元，每年交易 1000 次，每年的交易量则为 10 亿元。如果一年下来不赚不赔，以最低万分之二的佣金率计算，总佣金是 20 万元，等同于本金的 20%。如果把时间跨度拉长，交易频率降低为每年交易 500 次，十年下来则共计要交 100 万元的佣金。这还仅仅只计算了交易佣金，如果加上印花税等其他税费，长期下来交易成本将十分惊人。

合理避税

除了通过长期投资降低交易成本，巴菲特节流的另一个"撒手锏"就是合理避税。纳税是伯克希尔·哈撒韦公司无法避免的义务。虽然不得不交税，但没有哪家企业的老板愿意多交税，因此合理避税也就成了企业节流的一项重要内容。在实际交易中，巴菲特之所以偏爱"长期投资"，除了交易成本的原因之外，另一个原因就是合理避税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期持股：规避资本利得税

在美国，买卖股票、债券、贵金属和房地产等所获得的收益都要缴纳一定的税费，称为资本利得税（Capital Gains Tax）。依照美国税法，投资者的资本利得税包含10%、15%、25%、28%、33%、35%六个税率档次。而为了抑制短期炒作、鼓励长期投资，美国股票市场会对持有期超过1年的投资者给予税费优惠政策——处于10%和15%两个税率档次的纳税人按5%的税率纳税；处于25%、28%、33%和35%四个税率档次的纳税人均按15%的税率纳税。以资金量与获利规模来论，伯克希尔公司应缴纳的税率自然是属于最高一档。因此，（至少持股1年以上的）长期投资当然是巴菲特的不二之选。

采用特殊技巧：“分文未缴”

而为了避免缴纳过高的资本利得税，巴菲特除了通过长期持股来获得税率优惠，还会借助一些特殊的避税技巧。2013年10月，华盛顿邮报公司宣布将旗下的《华盛顿邮报》与数项出版业务以2.5亿美元的价格出售给亚马逊创始人杰夫·贝佐斯（Jeff Bezos），并决定将华盛顿邮报公司更名为格雷厄姆控股公司（Graham Holdings Company）。作为华盛顿邮报公司最大的元老级股东，巴菲特已持有该公司的股票长达40年之久。从1973年开始，巴菲特陆续建仓并在华盛顿邮报这只股票上投入了1100万美元，共持有170万股。40年后，巴菲特的这170万股股票的价值已经高达12亿美元，即使不加上分红派息等收益，这笔投资的回报率也已经超过了100倍。如果巴菲特此时在资本市场上公开出售所持有的170万股股票，则有可能需要缴纳一笔高达4亿美元的资本利得税。毫无疑问，巴菲特不希望缴纳这笔税金。有趣的是，最终巴菲特真的做到了，而且是一分钱都没花。

那么，巴菲特究竟用了什么“神技”做到“分文未缴”的呢？在这笔交易中，巴菲特通过一项复杂且比较少见的避税资产置换方法实现了免税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易。他所采用的这种避税方法，被税收专家称为“现金充裕剥离”(cash - rich split - off)。简单来说，就是巴菲特和格雷厄姆控股公司双方达成了一项“免税”的交易协议。根据这项协议，巴菲特执掌的伯克希尔公司退出格雷厄姆控股公司并同意将其手中价值12亿美元的股份由格雷厄姆控股公司回收。作为交换，格雷厄姆控股公司必须将其旗下的三份资产从母公司剥离并重组成一个全新的子公司：（1）格雷厄姆控股公司所持有的伯克希尔·哈撒韦公司股份，价值为4.59亿美元；（2）迈阿密电视台，价值为3.64亿美元；（3）现金，约2.67亿美元。这个价值10.9亿美元的新子公司其100%的股权会全部转给伯克希尔·哈撒韦公司。

根据美国税法第355条的规定，通过这种建立新子公司然后分配的方法，能够帮助巴菲特在抛售华盛顿邮报股票时无须为此缴纳任何税费。通过这次股权交易，伯克希尔·哈撒韦公司把价值12亿美元的华盛顿邮报股份还给了格雷厄姆控股公司，得到了一个价值10.9亿美元的子公司。表面上看起来，这样的安排巴菲特好像亏了1.1亿美元，但实际上却为他节约了一大笔税费，关键是他一分钱都不用花。

在这次交易之后不久，巴菲特又再次“故伎重演”。2014年11月，伯克希尔·哈撒韦公司通过“现金充裕剥离”交易减持其持有的5250万股宝洁公司股票，却得到了宝洁公司旗下价值47亿美元的金霸王电池（Duracell）公司，且“免除”了10多亿美元的资本利得税。除了这两笔交易，巴菲特在之前处理白山保险公司（White mountain Insurance）和菲利浦斯66炼油公司（Phillips 66）的股票时，也都曾使用过这个方法。

递延所得税：晚缴税

除了少缴税，巴菲特另一种合理避税的方法就是晚缴税。在企业的财务报表中，晚缴的税款有一个专有的名称——递延所得税（Deferred Tax）。递延，按字面理解就是往后顺延的意思，所以递延所得税就是利用“时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差”将当期应缴纳的所得税顺延到后期再进行支付。在财务报表中，我们经常能看到递延所得税资产和递延所得税负债两项。递延所得税的计算公式为：

递延所得税 = 递延所得税负债（期末余额 - 期初余额） - 递延所得税资产（期末余额 - 期初余额）

毋庸置疑，巴菲特对待递延所得税这种零成本“负债”的态度，与他对待“保险浮存金”的态度是一脉相承的：数量越多越好，用得越久越好。而巴菲特如果想要让自己拥有的递延所得税额最大化，根据上述计算公式则意味着：伯克希尔公司的递延所得税负债余额越高越好，递延所得税资产余额越低越好。

那么巴菲特怎样才能让递延所得税负债余额更多，或者让递延所得税资产余额更少呢？方法之一就是，长期投资。以美国运通公司（American Express）为例，自从 1991 年巴菲特开始第二次建仓美国运通公司的股票，截至 2016 年末，其持股市值已从最初的 12.87 亿美元增值到 112.31 亿美元。如果巴菲特卖出美国运通公司的股票，就不得不为这笔收益缴税。然而只要巴菲特不卖出这些股票，这种递延所得税负债就会一直存在。2016 年末，伯克希尔公司因未兑现的投资增值（unrealized appreciation）而产生的递延所得税负债高达 276.69 亿美元。

除了投资以外，企业固定资产加速折旧也可以产生递延所得税负债。随着巴菲特并购获得的子公司不断增多，公司旗下的物业、厂房与设备（Property, plant and equipment）等资产加速折旧而形成的递延所得税负债所占的比重也越来越高。截至 2016 年末，伯克希尔公司因固定资产加速折旧而形成的递延所得税负债为 393.45 亿美元，已经超过因投资而产生的递延所得税负债，并成为占比最高的一类。若将再保险的递延费用（Deferred charges reinsurance assumed）等其他类型的递延所得税负债计算在内，伯克希尔公司 2016 年末的各类递延所得税负债余额高达 867.84 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，扣除递延所得税资产后的递延所得税净额高达769.59亿美元。这笔零成本且无风险的巨额“负债”被伯克希尔公司当作一笔不断增大的无息贷款，长期滚动使用，并与“保险浮存金”“子公司经营产生的现金流”一起，为伯克希尔公司内在价值的增长提供不竭的驱动力。

当然，巴菲特的节流并不仅限于减少投资交易成本和合理避税，还包括缩减公司管理的运营成本。而巴菲特在“节流”方面所做的所有这些努力，最终使他与其他投资者之间的收益差距进一步拉大。

排兵布阵

资本市场不是游乐场，而是一个名副其实的战场。每一位身处其中的投资者就是一位统领兵马的指挥官，而投入其中的资金就是他所能调遣的兵马。投资者想要在强敌环伺的绝境中突围，实现以少胜多、以弱胜强的逆袭，不仅需要勇气，更需要能力和智慧。在这方面，巴菲特无疑是最具代表性的成功人物。那么，巴菲特为何能在资本战场上纵横无敌呢？如果从战争的角度来解读巴菲特的成功，一切就会变得简单明了。一场战争获胜的关键不在于指挥官拥有多少兵马，而在于他是否善于运筹帷幄、排兵布阵。投资的成败同样如此——不在于你手中握有多少资金，而在于你是否善于对资金进行排兵布阵。古语有云“千军易得，一将难求”，这一句话同样适用于投资界——这里从来都不缺财富量级能比肩巴菲特的大规模资金，缺的是像巴菲特那样能力超群的资金驾驭者。

攻守兼备、奇正相合

那么，巴菲特在投资上又是怎样排兵布阵的呢？总体来说，就八个字——攻守兼备、奇正相合。对于投资而言，如果只是一味地进攻而不注重防守，则随时会陷入被动的境地。因此，作为一个投资战斗中的指挥官，你必须依靠仓位管理确保资金运转顺畅，做到攻守平衡。而在作战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，你不仅需要主力仓位正面御敌，也需要后备仓位出奇制胜，正所谓“正奇相间，以正合，以奇胜”。只有如此，才能提高资金运转的效率和投资成功的概率。而按照正奇之分，巴菲特的仓位管理体系也可相应的分为常规投资和非常规投资两大部分。

常规投资包括：(1) 股权投资，包括并购交易和普通股投资；(2) 固定收益证券（Fixed maturity securities），政府或企业发行的长、中、短期债券等；(3) 现金与现金等价物（Cash and cash equivalents），现金、银行存款、票据等。

非常规投资包括：套利交易；特殊类型债券投资；特殊类型股权投资；现货商品投资；金融衍生品投资。

以上这些，就是巴菲特仓位管理体系中“兵马”布列阵势后的概略全貌。这表明巴菲特的成功，并非像许多投资者之前所想象的那样，只局限于常规投资；而我们最关注的普通股投资，其实也仅仅是他真实投资世界的冰山一角。现在，就让我们从仓位管理的角度来重新认识一下这位既熟悉又陌生的投资大师吧！

企业并购与单纯性股票投资并举

我们在前面的章节已经谈到过，巴菲特现如今最喜爱的交易就是企业并购，而不再是单纯性的股票投资。

并购

将那些伟大或优秀的企业通过并购收入囊中，一直都是巴菲特梦寐以求的事情。而他的并购野心，也已经在 2014 年的《致股东的信》中“昭告天下”：“世界 500 强公司里，伯克希尔已经拥有了 9.5 家公司（那 1/2 家指的是亨氏食品公司）。现在还剩 490.5 家在等着我们”。根据 2016 年伯克希尔公司年报披露的信息，伯克希尔公司旗下现拥有 11 家保险行业子公司和 80 余家非保险行业子公司。如此庞大的附属子公司群，已经成为巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特“排兵布阵”中真正的中流砥柱。从组织架构来看，巴菲特采用的是“保险+并购”的商业模式，以实力最为雄厚的伯克希尔·哈撒韦公司为核心，将分属于不同行业的优质企业缔结成一个具有垄断性的“相关利益共同体”。这种联合垄断方式在经济学上被称为“康采恩”(Konzem)——一种顶级的垄断组织形式，它比我们熟知的卡特尔（Cartel）、辛迪加（Syndicat）和托拉斯（Trust）等垄断组织形式更为高级，是金融垄断资本与产业垄断资本相融合的终极产物。毫无疑问，伯克希尔·哈撒韦公司绝对是当代康采恩垄断组织形式最成功的典范。

那么，巴菲特到底布局了多少资金才构建出这样一个垄断性的“相关利益共同体”呢？具体的金额目前尚不得知。除了因为并购子公司数量众多，另一个原因是巴菲特并购行为的时间跨度前后相差太大，以至于无法进行统一的计算。我们仅能根据巴菲特近年来完成的几大并购交易，来估算和分析所有子公司在伯克希尔公司中占有多少“分量”。截至2016年底，巴菲特持有的所有股票总市值高达1220.32亿美元。但这一数字与巴菲特在并购交易上所布局的资金量相比，简直是小巫见大巫。笔者选取了巴菲特近年来已经完成了的6次并购交易，仅这6宗并购交易的价值就高达865亿美元，那其余90多家子公司又布局了多少资金呢？这恐怕是个天文数字。曾有人粗略地估算，在伯克希尔公司所有的股权类资产中，并购企业的权重约占70%，普通股投资约占30%。如果以伯克希尔公司2016年末持有的普通股总市值1220.32亿美元计算，巴菲特布局在并购子公司上的资金应该超过2800亿美元。

表6-1 伯克希尔·哈撒韦公司近年来的并购交易记录

公司名称	并购时间	金额
伯灵顿北圣达菲铁路（Burlington Northern Santa Fe Railroad）	2009年	260亿美元
路博润公司（Lubrizol Corporation）	2011年	90亿美元
内华达能源公司（NV Energy）	2013年	56亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	并购时间	金额
金霸王电池（Duracell）	2014 年	47 亿美元
范图尔汽车经销集团公司（Van Tuyl Dealer Group）	2014 年	40 亿美元
美国精密铸件公司（Precision Castparts Corp.）	2015 年	372 亿美元

单纯的股票投资

除了并购最优秀的企业，巴菲特仓位管理中的另一个传统重头戏就是单纯性的股票投资。在股票投资的战略部署上，巴菲特采用“长中短”齐头并进的持有策略以及“核心—卫星”的布局方式。我们先来看持有策略。在前面的章节中，曾谈到巴菲特为了减少缴纳资本利得税，一般会持有股票至少一年以上。很显然，一年的持股周期在许多投资者眼中早已被视为长期投资，但在巴菲特眼中则只能算得上是短期投资。因为对于持股周期长短的划分，巴菲特的标准是这样的：超过 10 年的为长期、5 年到 10 年之间的为中期、1 到 5 年之间的为短期。

笔者要特别澄清一个认识上的误区：长期投资只是巴菲特最喜欢谈及的，也是世人最为关注的一类持股方式。不过这并不意味着，巴菲特会对所有的股票都只是一味地长期持有或终生持有。他的许多股票同样也是买进后不久又被减仓或卖出，他的不少收益也都是来自于中、短期投资。只不过这些中、短期交易常常被世人所忽略，且巴菲特也很少会拿出来“炫耀”，从而使得许多人错误地以为巴菲特永远都是长期持有、只买不卖。

通过分析伯克希尔公司的历史持仓，我们可以发现：巴菲特投资过的绝大多数股票都会在持有 1 至 5 年后卖出；相反，他只会对极少数优秀公司（如美国运通、富国银行、宝洁公司等）的股票选择长期持有 10 年以上。就连他曾经声明终生持有的 4 只股票，如今也已经有 2 只（大都会/美国广播公司和华盛顿邮报公司）被出卖了。后来，GEICO 保险公司又被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特并购为子公司。现在，只剩下可口可乐一家，既值得一生持有却又未将其并购。

资产布局方式

巴菲特所拥有的全部资产，可以分为“核心”资产与“卫星”资产两部分。“核心”资产主要包括并购企业的股权，以及永久持有或长期持有的股票，这些资产占有很高的仓位比重，对投资活动的整体安全性和收益率起着决定性的影响。“卫星”资产则包括巴菲特中、短期投资的股票、固定收益证券、现金等价物以及非常规投资。这部分投资各自占有大小不等的仓位比重，其作用就像一颗颗围绕着“核心”运行的卫星，不仅能为“核心”资产保驾护航，更能积极灵活地拓展整体的投资空间，从而给巴菲特带来更多的超额收益。“核心—卫星”的布局方式既保证了巴菲特能够在投资中长期稳定地获得绝对收益，又能在有效分散投资风险的基础上获得更多的超额收益。

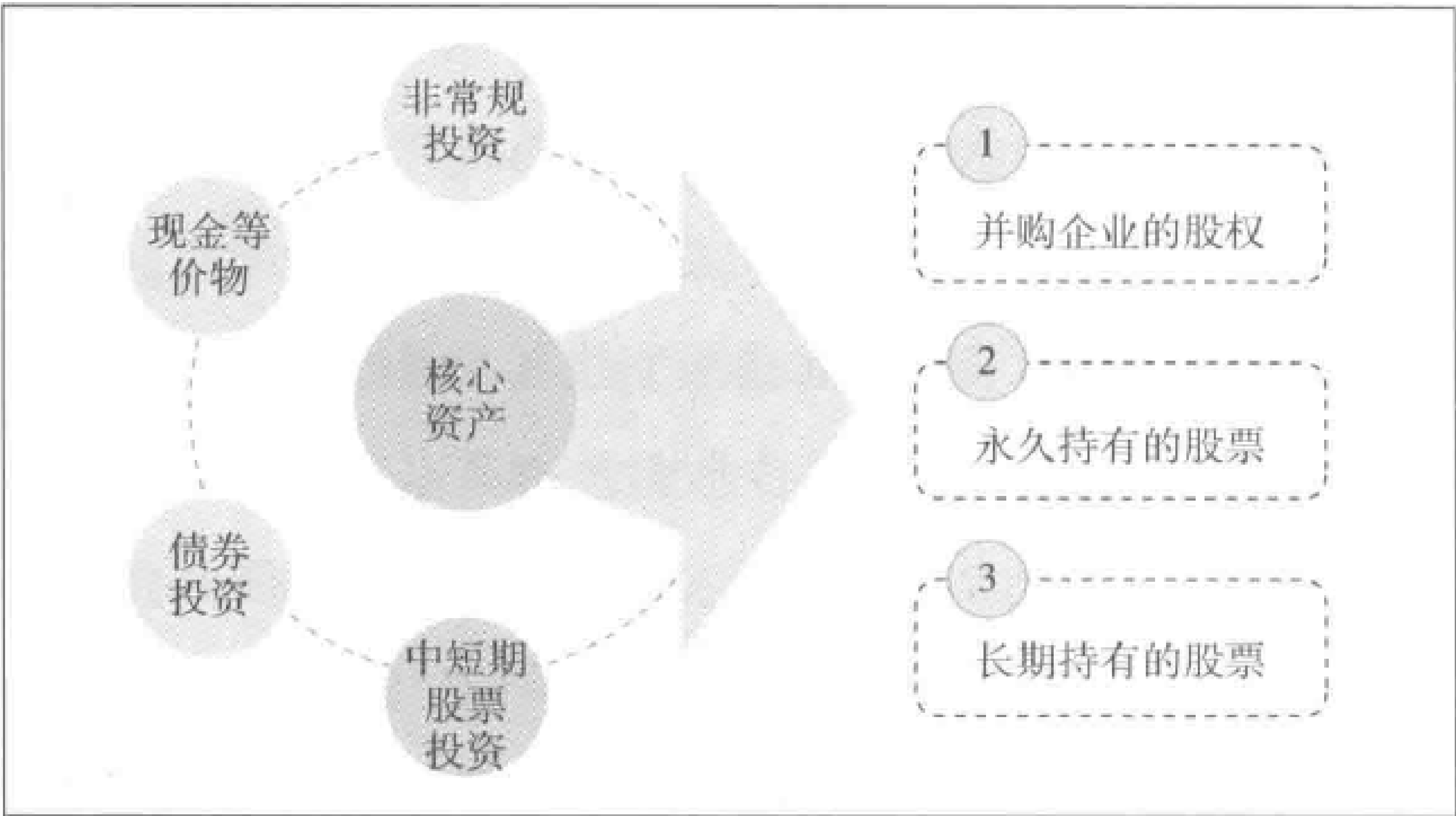


图6－2　巴菲特“核心—卫星”的仓位布局

前文曾说到，子公司经营所产生的现金流与保险浮存金、投资收益等一起汇聚成了一个巨大的现金池。现金池的资金当然不会全部用于股票投资，因为保险浮存金有随时支付客户保费的需要，公司周转也需要现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来保持流动性。这就要求巴菲特必须把一部分资金以现金与现金等价物的形式持有，另一部分则投资于债券等固定收益证券，还有一部分可用于套利交易（一般不超过 1 年）等短期投资。在 1988 年《致股东的信》中，巴菲特曾具体谈道：“在为我们的保险事业选择有价证券投资之时，我们主要有五种选择：（1）长期的普通股票投资，（2）长期固定收益证券，（3）中期固定收益证券，（4）短期现金等价物，（5）短期套利交易。对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找预期税后收益最高的且仅限于我们已经了解和熟悉的投资。我们无意让短期的账面盈余好看，我们的目标是让长期的净值最大化。”对于巴菲特的非常规投资，将在后面的第七章进行详细阐述。在这里，我们只是简单地讨论一下非常规投资在巴菲特排兵布阵中的重要性和必要性。

如果说巴菲特的常规投资是常规部队，那么非常规投资就是特种部队。常规部队是主力，主要负责大规模兵团作战；特种部队如同尖刀，主要遂行刺杀、侦察、营救等特殊任务。正是基于这种“奇正相合”的战略布局——以非常规投资作为“奇兵”、以常规投资作为“正兵”、二者相互配合，巴菲特才能在资本战场上屡建奇功。而除了奇正相合，巴菲特常规投资中的各组成部分同样是环环相扣、相辅相成。股票投资为前锋，并购交易为中军，现金与固定收益证券投资为后军。这三者所发挥的作用各不相同：

前锋——攻城拔寨、冲锋陷阵，赚取的是超额收益

中军——攻守兼备、稳步推进，获得的是绝对收益

后军——战略支援、警戒防御，保证的是无风险收益

总体策略

作为“三军统帅”的巴菲特基于上述战略布局进行“排兵布阵”，并以现金流作为一根贯穿主线，将各种表面上相互独立的“战斗单元”结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一起，从而打造出一支真正的超级无敌“军团”。那么，这样一支超级无敌军团的“治军方略”又是什么呢？对于巴菲特的“治军方略”，如果用一个古人的“九字箴言”来概括是最贴切不过了。明朝开国皇帝朱元璋在平定天下时，采用了谋士朱升的建议——“高筑墙、广积粮、缓称王”，意思是要建筑高高的城墙（以做好防御），广泛地积累储存粮食（以囤粮备战），延缓称王的时间（以减少树敌）。实际上，巴菲特在仓位管理上也采取了同样的战略。“高筑墙”，就是通过投资和并购将大量具有宽阔“护城河”的优秀企业纳入麾下，将伯克希尔打造成一个“城墙高高”且具有宽阔“护城河”的综合性垄断企业。“广积粮”，就是通过保险、投资和并购不断积累巨量的现金流，然后又用这些资金去投资和并购更多优秀的企业，周而复始。“缓称王”，就是巴菲特从来不会在短期的投资业绩上追求“称王”，只追求长期的复利回报。正因为如此，尽管巴菲特在60多年的投资生涯中从来没有哪一年的业绩是现实收益翻倍的，却最终创造了别人难以企及的利润回报，并成为了世界上最富有的人。

稳守江山

如何避免收益大幅回撤，是所有投资者都不得不面对的一个问题，更是一个世界级难题。正所谓“打江山容易，守江山难”。虽然人人都知道需要控制收益回撤，但具体应该怎么做，却没几个人能给出令人满意的答案。不过，这个难题却被巴菲特迎刃而解了。事实上，巴菲特之所以能靠复利获得成功，最重要的一点就是他在控制收益回撤上几乎做到了极致——他在整个投资生涯中只有2年出现过收益回撤，且最大的回撤率也只有9.6%。而巴菲特之所以能在控制收益回撤上做得如此出色，所依靠的正是他自身出色的仓位管理能力。具体来说，巴菲特主要在仓位的“数量”管理与“质量”管理两个方面“做了文章”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"数量"管理：通过动态调整仓位比例来减少收益回撤

一般而言，当市场的泡沫不断膨胀或不确定性因素逐渐增加时，就必须降低高风险资产的仓位比例，增加低风险资产的占比，以提高自身投资体系的安全性和确定性。反之，当市场的价值开始被低估或不确定性因素大幅减少，则应该增加高风险资产的仓位比例，减少低风险资产的占比，以提高自身投资体系的收益性和弹性。所以每当牛市来临，巴菲特会在市场上涨的途中将风险系数极高的股票资产逐渐套现，以不断降低股票的仓位，并将套现的资金购买债券等，增加固定收益证券的仓位，并留一部分现金以利于灵活机动。至牛市最疯狂的时刻，除了可口可乐等几只长期持有的股票以外，其他股票基本上会被清仓。而当熊市来临时，巴菲特又会进行反向操作——在股价跌至安全边际附近时，逐渐加仓以提高股票的比例。这种独特的仓位调整方式，也使伯克希尔公司的业绩表现为"牛市不如大盘，熊市超越指数"。

那么具体到"数量"上，巴菲特的仓位比例又是如何调整的呢？在《聪明的投资者》一书中，巴菲特的导师格雷厄姆曾提出一个"25－75"动态的仓位管理法则。"作为一项基本的指导原则，我们建议这种（防御型）投资者投资于股票的资金，绝不能少于其资金总额的25%，且不得高于75%。与此对应，其债券投资的比例则应在75%和25%之间。这里的含义是，两种主要投资手段之间的标准仓位比例应该是各占一半。按照惯例，增加普通股仓位占比的合理理由应该是持续的熊市导致了'低廉交易价格'的出现。反之，当投资者认为市场价格已经上升到危险高度时，则应将股票投资的比例减至50%以下。"简单来说，"25－75"仓位管理法则是这样的：当处于平衡市时，投资者持有股票和债券的仓位比例应各为50%；如果市场不断上涨，降低股票仓位并提高债券仓位，但股票仓位最低不得少于25%，债券仓位最高不得超过75%；如果股市下行，则增加股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票仓位并降低债券仓位，但股票仓位最高不得超过75%，债券仓位最低不得低于25%。灵活地运用“25－75”动态仓位管理法则，可以帮助投资者很好地实现“控制收益回撤”这一目标。

作为格雷厄姆的得意门生，巴菲特不仅能熟练地运用这个法则，还创造性地将这个法则进一步发展和优化，形成了他自己的“15－85”法则。基于巴菲特的历史持仓数据，我们可以发现：如果将并购交易这一部分资产剔除，巴菲特的普通股投资仓位在股市低迷时最高可达到85%以上，现金和固定收益证券的比例在15%以下。例如，1994年12月至1995年3月，墨西哥金融危机爆发，作为墨西哥邻国的美国也受到部分冲击。然而危机的到来，也加快了巴菲特的投资脚步。根据伯克希尔公司1995年第一季度的季报，以普通股投资为主的权益性证券在除并购交易之外的整体仓位中占比高达87.96%，而现金与现金等价物以及固定收益证券的仓位占比仅为12.04%（见图6－3）。

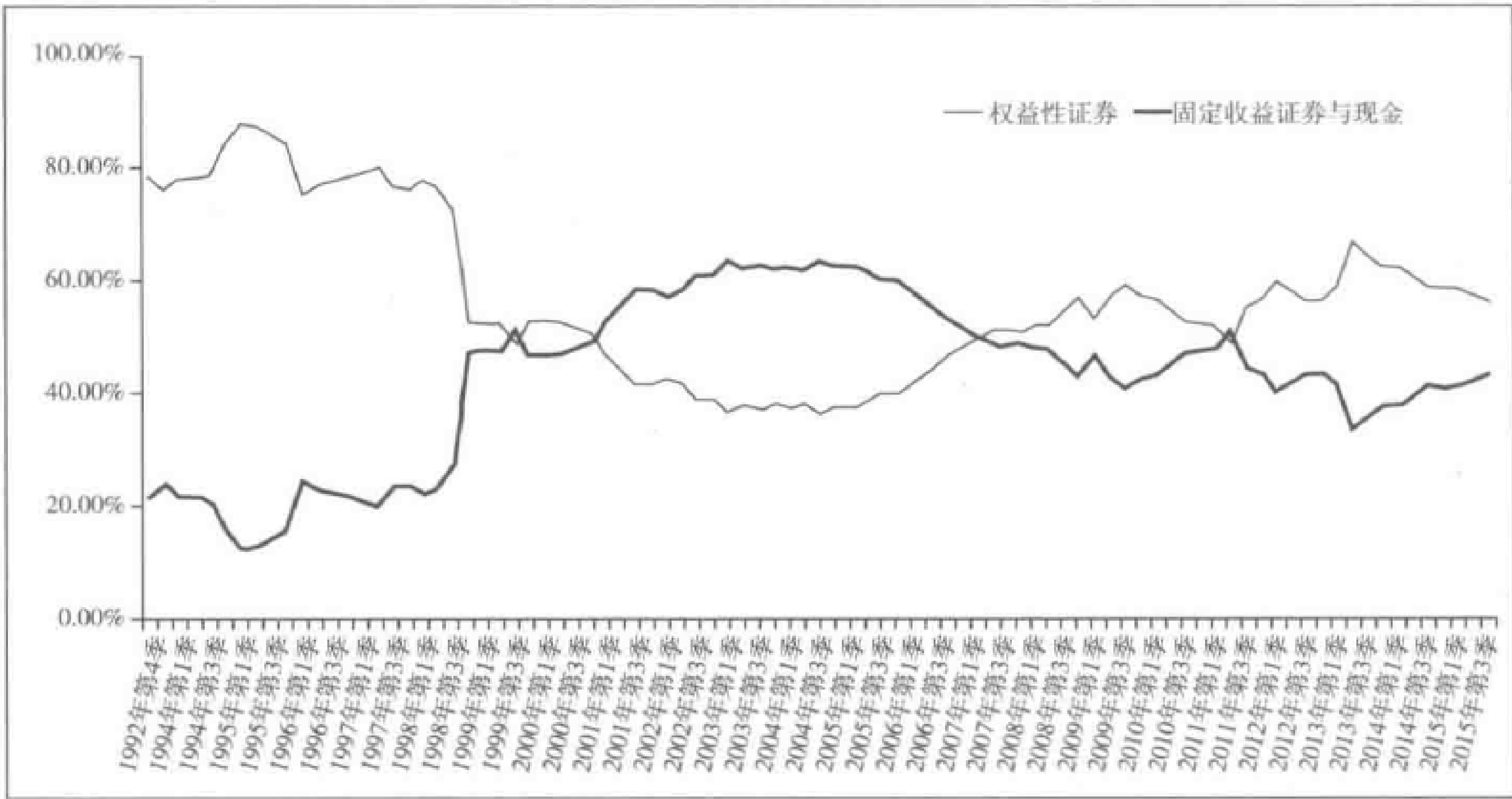


图6－3 1992—2015年伯克希尔仓位比例季度变化

“质量”管理：通过优化资本布局结构来减少收益回撤

我们知道，投资收益的回撤来源于资本市场的波动，而市场的波动则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源于亘古不变的人性——贪婪与恐惧，其根源则是不确定性。因此，减少收益回撤最根本的方法就是消除投资的不确定性、减少市场波动。我们前面所谈到的仓位“数量”管理只能在一定程度降低投资的不确定性，且需要投资者对仓位调整的时机进行精准的把握。这意味着，如果投资者想要让自己的投资“不惧牛熊”，稳定盈利，则必须另辟蹊径。

并购：低风险、高收益

那么，如何才能让自己的投资“不惧牛熊”呢？最好的办法当然是投资“低风险、高回报”的资产。资本市场上是否真的存在一种“低风险、高回报”的资产呢？答案是，既可以说不存在，也可以说存在。之所以说不存在，是因为一般投资者的资金量太小，没法参与这种资产的买卖；而之所以说存在，是因为巴菲特等机构投资者却能参与这种交易。这种交易，其实就是企业并购。

许多人都知道，经济学上有一种发展思路叫“藏富于民”。与此类似，巴菲特在仓位管理上的一个重要思路就是“藏富于最优秀的企业”。在之前的章节中曾经提到过（曾以 GEICO 保险公司进行举例），巴菲特并购交易的目标一般是获得该公司 100% 的股权，将其彻底变为一家私人公司。如果并购的企业是一家上市公司，就会涉及一种特殊类型的交易——上市公司私有化交易（Public - to - Private Transactions），这是一种通过购买公司全部股份并让公司退市的特殊并购操作。一家上市公司一旦被巴菲特私有化并购，也就意味着这家优秀的公司将淡出公众的视野，被巴菲特彻底“雪藏”。因此，这些被并购的企业在巴菲特仓位管理体系中的地位和作用也就往往被世人所忽视。很少有人会想到，这些通过并购交易而获得的优秀子公司，除了能为巴菲特提供大量的现金流，另一个重要作用就是“平衡”或者说是“装扮”伯克希尔公司的账面收益率。这些伟大或优秀的企业每年所取得的业绩增长，会在一定程度上“抵销”投资不利对公司账面价值变化的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过分析伯克希尔公司1992—2014年的年报可以发现：在剔除了所并购企业的营业业绩之后，伯克希尔公司投资部分（包含现金与现金等价物）的总市值偶尔会出现较大的“波动”（见图6-4）。在2008年金融危机中，伯克希尔公司投资部分（包含现金与现金等价物）的总市值较2007年出现了16.63%的收益回撤，为巴菲特投资生涯以来最大幅度的收益回撤。然而伯克希尔公司2008年实际的账面价值回撤幅度却只有9.6%，整整减少了7个百分点。而“贡献”这7个百分点的，正是那些巴菲特通过并购而获得的伟大或优秀企业。毫不夸张地说，这些被并购的企业已经成为巴菲特现如今仓位布局中最重要的一个制胜“砝码”。

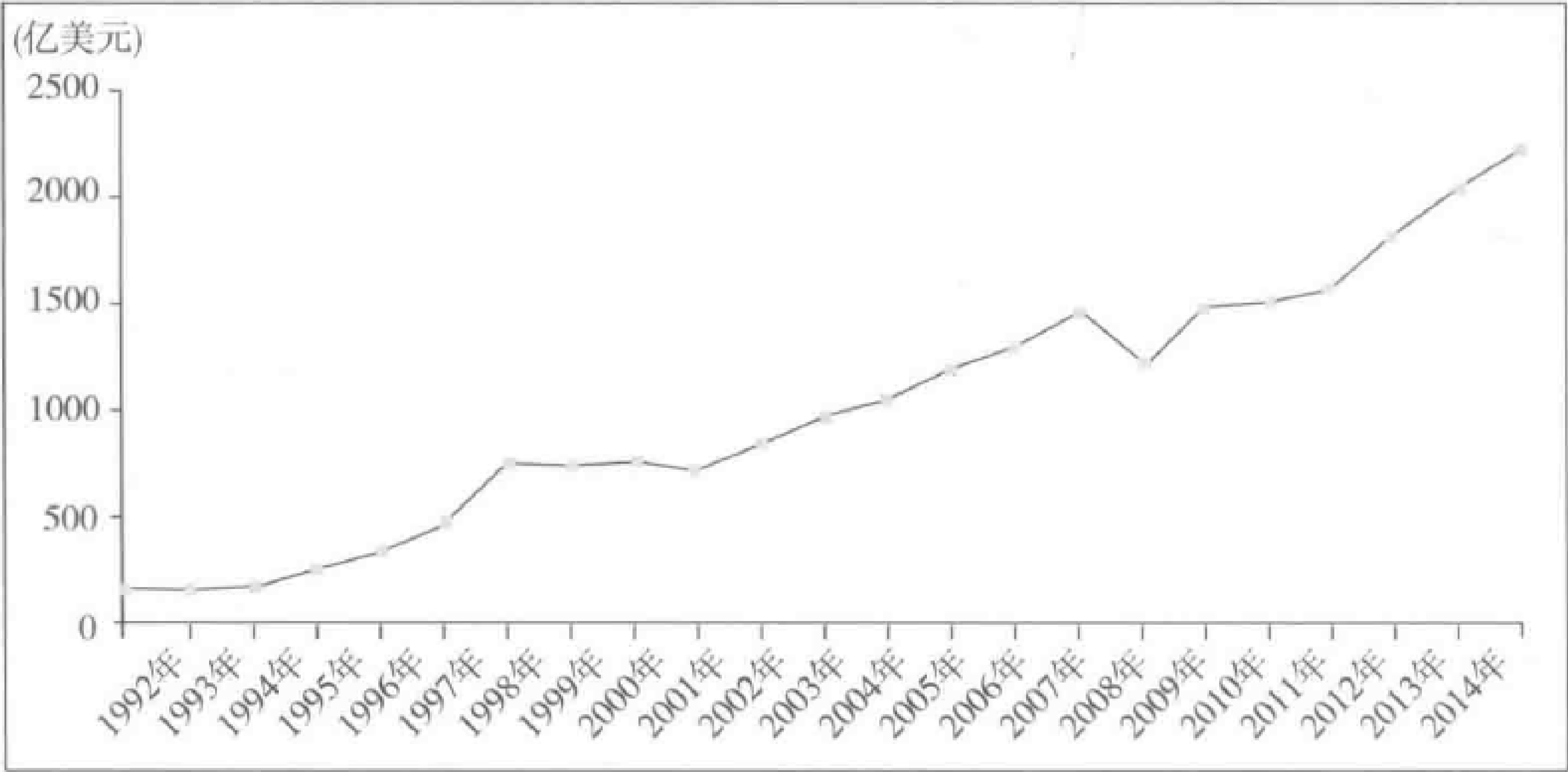


图6-4　1992—2015年伯克希尔现金与投资总市值历年变化

伯克希尔的实践

为了让读者更清楚地了解企业并购在控制收益回撤中的作用，下面笔者将通过实例进行演示。根据伯克希尔公司2015年年报所披露的数据，公司拥有总资产5522.57亿美元，其中包括现金与现金等价物717.30亿美元，固定收益证券259.88亿美元，股票投资与其他投资1259.76亿美元。那么，伯克希尔·哈撒韦公司其余部分的资产则为3285.63（5522.57-717.30-259.88-1259.76）亿美元。由于伯克希尔公司在本质上早已成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家“子公司联盟”式的投资公司，且公司的负债极低（公司的许多负债如浮存金、递延税等名义上是负债，实际上是资产），因此可以将3285.63亿美元近似看作是伯克希尔旗下子公司的资产总和。那么，我们可以粗略地计算出伯克希尔公司的持仓结构，如表6-2所示。

表6-2 伯克希尔公司的持仓结构

资产	占比
现金与现金等价物	12.99%
固定收益证券	4.71%
股票与其他投资	22.81%
并购的子公司	59.49%

由此可见，2015年末，伯克希尔公司现金类与固定收益证券类资产约占20%，股票与其他投资类资产约占20%，并购子公司的资产约占60%，三者之间的比例约为1:1:3。那么，为什么巴菲特要将如此多的资本布局在并购子公司上呢？原因很简单，因为通过并购交易而获得的子公司是巴菲特心目中最理想的资产类型——不仅风险低，而且收益高。从风险的角度来看，上市公司“私有化”之后，将使由股价波动所导致的收益回撤问题不复存在。如此一来，巴菲特只需要关注这些公司的经营风险，无须再担心由股价波动所导致的收益回撤风险。而为了最大限度地消除公司的经营风险，选择那些伟大或优秀企业，自然是巴菲特的不二选择。而从收益的角度来看，投资这些“万里挑一”的好企业，基本上能给巴菲特每年带来至少15%的净值增长率。注意！我们这里所说的是“净值增长率”，而非“投资收益率”。在描述巴菲特的投资业绩时，这两个词一定要注意区别。我们知道，巴菲特对于伯克希尔历年业绩的衡量基准是公司的账面价值（Book value，又称为“净值”）。根据财务会计原则，股票、债券以及现金等价物等资产以市值计价，而并购的子公司是以资产净值计价。换句话说，伯克希尔公司账面价值的增长，一方面得益于巴菲特在股票、固定收益证券以及现金等价物上所获得的收益，另一方面则是源于并购子公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其净值的不断增长。如果用数学公式来描述这种关系则更加简洁明了，即：

伯克希尔的账面价值 = 1/2 仓位的投资市值 + 1/2 仓位的子公司净值

投资市值 = 1/2 仓位的高风险资产 + 1/2 仓位的低风险资产

账面价值增长率 = 1/2 仓位的投资收益率 + 1/2 仓位的子公司净值增长率

为了更好地理解这些数学关系式，我们再来做一道简单的计算题。

假设你拥有100亿美元的现金，用60%的资金通过私有化并购的方式买入了5家优质公司，每年可以获得平均15%的净值增长率。再用20%的资金购买现金等价物以及固定收益证券，每年可以获得5%的平均收益率。剩下的20%用于股票投资，那么请问：

（1）如果想要在总体上保持投资不出现亏损，那么你在股票投资上的最大回撤率是多少？

（2）你在股票投资上每亏损10%，你的本金总体回撤率又是多少？

一年之后，你并购子公司的资产净值增长至 $100 \times 60\% \times 115\% = 69$ 亿美元，现金等价物与固定收益债券的市值为 $100 \times 20\% \times 105\% = 21$ 亿美元。想要在一年后仍能保持100亿美元不亏损，那么你在股票投资上的亏损不能超过 $100 - 69 - 21 = 10$ 亿美元。因此，你在股票投资上的最大回撤率则为 $10/(100 \times 20\%) = 50\%$。如此看来，尽管巴菲特当年在投资华盛顿邮报公司时曾经面临高达40%的亏损，但若采取这样的仓位布局，依然可以轻松应对。实际上，这种仓位布局的优点在于回撤率变化很小，却能获得不错的稳定收益率。如果你在股票投资上不赔不赚，那么你每年依然可以稳定地获得10%的收益。而如果你在股票投资上获得了50%的收益率，那么你的总体收益率则为20%。基于这样的仓位布局，股票投资每亏损（或盈利）10%，本金总体上只会出现2%的回撤（或增长）。

综上所述，巴菲特正是通过将仓位的“数量”管理与“质量”管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“双剑合璧”，有效地解决了利润回撤这个世界难题。不过在投资生涯的最初阶段，巴菲特主要依靠仓位的“数量”管理来控制回撤。原因是当时巴菲特管理的资金太少，尚无法从事企业的并购交易。而随着巴菲特所掌管的资金量与日俱增，他所参与的并购交易也日益频繁。相应地，仓位的“质量”管理所发挥的作用也越来越大。在2004年的《致股东的信》中巴菲特写道：“我们的股票持仓（包括可转换优先股在内）占我们净值的比重已大幅下降，例如从20世纪80年代的平均114%，到近年来的不足50%。也正因为如此，股市波动对于我们净值的影响也大不如从前……”

相对于仓位的“数量”管理，“质量”管理能够让巴菲特更长久地抵御回撤风险，不用担心短期的市场波动。当然，凡事都有两面性。一家上市公司被巴菲特私有化并购之后，他所获得的收益只有公司本身的经营收益，而没法获得市场波动所带来的超额收益。如果将巴菲特的投资生涯做一个简单的划分，前三十年巴菲特更多追求的是“快”，将资金的“雪球”快速滚大；那么后三十年巴菲特更多追求的则是“稳”，稳定地实现长赢发展。由于并购的企业越来越多，并购企业在伯克希尔公司资产中的仓位占比也就越来越高。而随着并购交易“戏份”的不断增加，自然就会摊薄其他投资所获得的超额收益，最终使巴菲特的投资业绩变得越来越平稳。从巴菲特近10年的业绩来看，其历年的收益率均在20%之下，也进一步佐证了这一观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
例不虚发

所信者目也，而目犹不可信；所恃者心也，而心犹不足恃。

——《吕氏春秋·审分览·任数》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

巴菲特染指过的非常规投资可谓是五花八门，包括套利交易、石油期货、股指期权、外汇、现货白银……这些非常规投资不仅没有妨碍巴菲特的成功，反而成了他在仓位管理上的一大利器。事实证明，巴菲特在这些投资领域的造诣极深，他登峰造极的表现甚至使得那些长期只专注于这些领域的权威人士与交易高手都黯然失色。那么，巴菲特玩转非常规投资又有哪些秘诀呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看过武侠小说的人都知道：江湖险恶，所以行走江湖的第一要务就是防身。而要说到防身，暗器自然是不可或缺之物。许多闯荡江湖之人除了手持一件得心应手的常规武器之外，还会拥有一件属于自己的独门暗器。而在我们熟悉的“资本江湖”里，险恶同样也是无处不在；你在这个江湖里行走，第一要务同样也是“防身”。所以对于闯荡“资本江湖”的人来说，“防身的暗器”同样必不可少。以巴菲特为例，他之所以能在“资本江湖”里闯出自己的一片天地，在于除了精通股票、债券等常规“兵器”之外，对非常规投资这些江湖的“独门暗器”同样也非常拿手。

但是，对于非常规投资，我们亦须理性看待。因为世间万物凡有所长、必有所短。想要安全地玩转非常规投资这项“独门暗器”，自然就需要了解一下它的缺点和弱点。暗器最大的缺点，就是在使用的次数上有所限制。快如闪电、杀人无形的暗器虽然让人胆寒，却不能像“常规武器”一样被频繁地使用，否则神鬼莫测的暗器便会威力骤减。而为了保持出其不意的隐秘性，并提高暗器的命中率，使用者必须始终牢记“不到万不得已不能使用”——必须等到有十足把握的时候再出手，确保“不出手则已，一出手就要做到见血封喉”。

非常之道

以正确的态度看待非常规投资

长期以来，普罗大众对巴菲特的非常规投资一直缺乏足够的关注和了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解，相应的学习与效仿者更是寥寥。这部分投资之所以未被给予足够的重视，是因为世人只是一味地关注巴菲特是如何投资股票的，却忽略了他完整的投资体系，最终陷入了“只见树木不见森林”的困境。也正因为如此，投资界出现了两种截然不同的声音。一种是赞美之声——巴菲特是“全能冠军”，他不仅炒股很厉害，而且炒外汇、炒白银……也都非常在行。另一种声音则是“阴谋论”——巴菲特是个大骗子：一边说不买黄金，另一边自己却在买白银；一边说“投资者要远离金融衍生品”，自己却在金融衍生品上发了大财。面对这两种完全对立的观点，许多人都会感到困惑——到底谁才是对的呢？客观来讲，这两种观点似乎都有一定的道理，却又都是极端和偏执的。而这种极端或偏执的思维方式对于投资的学习者而言，则是有百害而无一利。

那么，我们究竟应该如何理解和看待巴菲特的非常规投资呢？总体来说，对于巴菲特在非常规投资领域中所取得的成功，既不需要盲目崇拜，也不需要盲目抛弃，而是要冷静思考和客观评价。

他都参与了哪些非常规投资？

从巴菲特的投资轨迹来看，非常规投资在其仓位管理体系中一直扮演着不可或缺的重要角色。自从巴菲特正式步入投资领域以来，他就始终坚持“两条腿走路”——在提升常规投资业绩的同时，灵活地将非常规投资贯穿其中。通过分析伯克希尔公司历年的年报与公开信，我们可以看出：巴菲特涉及的非常规投资可谓是品种繁多、形式多样，其中最具代表性的主要有五大类——包括套利交易、特殊类型债券、特殊类型股权、现货以及金融衍生品。在这五大类非常规投资中，套利交易是巴菲特参与时间最久的一项，算得上是元老级功臣；金融衍生品则是后起之秀，从 1998 年之后才开始出现在伯克希尔公司的持仓之中；而其余三类，则是巴菲特阶段性参与过的投资品种，时间长短不一。然而，无论是数十年如一日的套利交易，还是偶尔出手一次的现货白银；无论是稳赚不赔的优先股投资，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是屡战屡胜的金融衍生品交易，都证明巴菲特在非常规投资领域的身影一直从未走远，具体参与项目如下。

套利交易：公司出售、并购、改组、清算等事件所带来的潜在投资

特殊类型债券：可转换债券、零息债券、无担保债券、垃圾债券等

特殊类型股权：有限合伙公司股权、优先股

现货商品：现货白银

金融衍生品：包括期权、期货、远期、掉期等

我们应该重点研究什么?

想要真正理解巴菲特的非常规投资，除了要客观地了解其相关的投资历史，更重要的是要理解其投资行为背后的内在逻辑。这意味着我们不仅要知道巴菲特“玩了哪些”非常规投资，还要知道他是“怎么玩的”以及“为什么要玩”?

以白银投资为例，许多人对于巴菲特投资白银之所以耿耿于怀，是因为他曾经说过自己绝不会投资黄金。毫无疑问，巴菲特真的做到了——他从来都没有投资过黄金，甚至是与黄金相关的股票。但需要声明的是，巴菲特却从来没有向谁承诺过自己不投资白银。不仅如此，根据巴菲特自己的描述，他并不是在1997年才开始投资白银的，而是早在三十年前就已经投资过白银了。为何巴菲特一生两度投资白银，却终生都不愿意买黄金呢？为什么巴菲特会在这两个时间点出手买入白银呢？他投资的思维逻辑到底是什么？又有哪些值得学习和借鉴的地方？这些才是真正值得我们思考的问题。不仅如此，我们在思考这些问题时，还应该试着站在巴菲特的角度，从整体上把握和理解这些非常规投资在仓位管理中的地位和作用。只有这样，或许才不会造成我们在解读巴菲特的非常规投资时出现较大的偏颇。

非常规投资的共性特征

说完了学习的态度问题——应该如何正确看待巴菲特的非常规投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们再来谈谈具体应该如何学习。首先，对这些非常规投资的风险特征，我们必须要有一个清醒的认识：巴菲特能在非常规投资上风生水起，并不意味着这些投资是没有风险或是低风险的投资；恰恰相反，不少非常规投资的风险要远远高于常规投资。其次，即使你真的能够正确地理解巴菲特的非常规投资行为，也不要轻易地模仿。如果你的投资“功夫”没有练到一定火候，就去操作这些非常规“武器”，其实是相当危险的。虽说投资高手能通过非常规投资放大收益和对冲风险，但“菜鸟”却也可能通过非常规投资放大风险和亏损。再者，在学习时要紧紧把握巴菲特的共同行为特征。分析巴菲特非常规投资的相关历史记录，我们可以发现：他在这些领域的投资行为看似毫不相干，其实却拥有一些共同的行为特征。其中，有三个共同特征最为明显。

确定性

巴菲特曾说：“我很重视确定性，如果你这样做了，风险因素对你就没有任何意义了。股市并不是不可捉摸的，人人都可以做一个理性的投资者。”因此，无论是“不熟不做”的能力圈，还是“打4折”的安全边际，确定性一直都是巴菲特所追求的目标。而在非常规投资中，确定性依然是其追求的终极目标。巴菲特之所以能将这些高风险投资玩弄于股掌之间，是因为他对每次交易的确定性都进行了深刻思考。而依据确定性的高低，我们可以简单分析出巴菲特参与非常规投资的规律。例如，套利交易的确定性高，所以在一年之内巴菲特可以参与很多次；而有些非常规投资品种的风险则较高，且很少出现确定性的投资机会，所以巴菲特只是偶尔参与。此外，巴菲特眼中的确定性和你我眼中的确定性并不完全相同。许多我们看起来风险很大的投资品种，在他眼中却是风险很小的投资工具。巴菲特非常善于利用市场基本面的确定性，捕捉他认为特别确定而别人却无法理解的交易机会。无论是他投资过的原油期货，还是股指期权，或是现货白银，或者其他品种，每一次交易都是在确定性非常高的时机出手并最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终获利丰厚。而与之相比，在这些投资领域中，也有许多投资者往往只是因为看到别人大把大把地赚钱，便忍不住盲目入市，根本不顾自身知识欠缺、判断和交易能力不足等短板的限制，根本不去思考交易的确定性，完全靠运气在进行“赌博”。其结果必然是在市场中随波逐流并受市场任意摆布，最终沦为他人成功道路上的垫脚石。

大视野

正所谓“有大视野才能有大格局，有大格局才有大作为”。虽然不少非常规投资的风险要远高于常规投资，但巴菲特并不会像大多数投资者那样整天沉迷于短线交易。尽管他也并非一味地追求长期投资，但依然会尽可能地坚持以大视野、长周期的角度来发现投资机会并参与其中。在巴菲特参与过的非常规投资中，除了套利交易本身有明确的时间限制（一般不超过1年），他参与过的其他投资，时间周期一般长达数年之久。周期短的如原油期货，持仓周期约2年；周期长的如白银，投资持仓超过10年，股指期权长达15~20年。不过在高风险品种上坚持长期投资，并不意味着巴菲特是在过度冒险。实际上，通过缜密而深度的思考，巴菲特已经完全做到了让这些所谓的高风险投资工具实现“双赢”——不仅能使盈利最大化，也能把风险减至最小。

死多头

巴菲特是资本界公认的“死多头”，他坚定地看好美国经济和股市的长期前景，并始终将多头思维作为其投资和思考的基础和出发点。他并不同意许多投资者都认同的一个观点——既做多也做空才能使收益最大化，并一直反对所谓的卖空操作，也从不愿意参与卖空交易。他本人所参与过的非常规投资——包括最具代表性的股指期权（投资周期15~20年）投资，以及原油期货、现货白银、优先股等——无一例外都是基于多头思维而获得成功的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从风险的角度来看，巴菲特选择在资产被严重低估时做多，其实并没有多大风险。相反，在上涨过程中选择做空的风险则要大得多。巴菲特认为，泡沫的演变源于人性中的贪婪和恐惧，没有人能预测出泡沫何时会破裂，更无法想象泡沫在破裂之前会膨胀到什么地步。而且从理论上来说，做多与做空的收益与风险也是极不对称性——做多的收益上限是无穷大，亏损上限只有 100%；做空的收益上限是 100%，而亏损上限则是无穷大。正因为如此，巴菲特才一直不愿意倒戈加入空头阵营。在 2001 年伯克希尔公司的股东大会上，巴菲特曾说道："做多更容易赚钱。你无法通过做空赚到大钱，因为大幅亏损的风险意味着你不能下重注"。

独门暗器之一：套利

什么是套利

在现代金融学中，套利（Arbitrage）是指利用两种相关或本质相同的交易标的，在不同市场之间出现的价格差异，并在不同的市场上进行反向交易而获利的行为。在实际的市场交易中，套利交易一般可分为三类：跨期套利、跨市套利和跨品种套利。

跨期套利，指的是利用同一交易标的在不同时期之间的价差所进行的套利。例如，期货的跨期套利就可以通过买入近期的期货品种并卖出远期的期货品种而获取收益。

跨市套利，是套利交易中最为普遍的一种，指的是在不同交易市场之间的套利交易行为。例如，我们比较熟悉的港股与 A 股之间存在的 A、H 股套利机会。

跨品种套利，指的是利用两种不同但相关的交易标的之间的价差所进行的套利，而这两种交易标的之间具有相互替代性或受同一供求因素制约。例如，道琼斯股指期货与标准普尔股指期货、豆油和豆粕期货之间等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可以进行套利交易。

需要特别指出的是，尽管套利交易与投机交易一样都是为了获取短期收益，但二者之间还是存在明显的差异。具体来说，主要体现在以下三个方面。首先，二者的交易方式不同。套利交易是利用两种相关投资标的在同一时点上的差价所进行的双向交易，而投机交易则是在预期单一投资标的价格上涨或下跌的基础上所进行的单向交易。其次，二者的利润来源不同。套利是利用两种相关交易标的之间的相对价格差异套取利润，因此套利者关注的是相关投资标的之间相对价格的变化，而并非投资标的绝对价格的高低。投机交易则是利用单一交易标的的价格波动来赚取利润，因此投机者关心的是单一交易标的绝对价格的变化。最后，投机与套利的最大区别在于确定性的高低。套利交易的确定性较高，仅承担相关交易标的之间的差价变动风险，风险较低。因为相关交易标的的价格变动在方向上通常具有一致性，因此其之间的差价变动幅度一般也较小，所承担的风险也较小。不过这并不意味着套利交易只能获得低收益。相反，套利交易在低风险的基础上仍有可能获取相当可观的收益。与之相比，投机交易的确定性则较低，承担的是单一交易标的的价格涨跌风险，风险较大。因为单一交易标的价格的上下波动空间，理论上可以无限大。

着迷于非常规套利交易的巴菲特

对于巴菲特来说，套利一词有着更为宽泛的内涵。他曾在 1988 年《致股东的信》中这样写道：“昔日，（套利）这个词仅用于在两个不同的市场同时买入和卖出证券或外汇，目的是撷取两者之间可能存在的微小价格差，比如，在阿姆斯特丹用荷兰盾交易的、在伦敦用英镑交易的，以及在纽约用美元交易的荷兰皇家石油公司的股票。有些人或许会将此行为称之为‘剃头皮’，但也有些行内人则会将这种行为冠之以一个来源法语的名词——套利，对此你也不必感到奇怪。自从第一次世界大战以来，套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的定义——或像现在有时所说‘风险套利’——已扩展到包括从已宣布的公司事件中追逐利润，如公司出售、购并、资产重组、改组、清算、回购等。在大多数情况下，套利者期望无论股票市场是好是坏皆能有利可图。相反，他通常所面临的主要风险就是宣布的事件不能如预期地发生。”

通过分析巴菲特套利交易的历史记录，可以发现：相对于常规的套利交易，巴菲特更加偏爱基于事件驱动的企业并购套利。在他参与过的所有套利交易中，并购套利的次数无疑是最多的。而如果从时间上来说，巴菲特则是一个玩了六十余年并购交易的“老炮儿”。早在进军投资管理行业之初，他就已广泛地运用并购套利来保证资产的稳健增长，且每年参与套利交易的仓位比例高达15%至40%。在整个市场持续低迷的情况下，套利活动能使巴菲特获得良好的收益，以度过市场最黑暗的时期；而在市场逐渐走强的年份里，巴菲特又可以利用套利机会进一步提升整体的收益。这一点可以从他早期的《致合伙人的信》中得到证实，巴菲特在1957年的信中写道：“市场下跌带来了更多低估值策略的投资机会，因此总体来说我们投资组合中低估值策略的投资仓位相对于套利交易（work－outs）比去年高。这里或许有必要解释一下‘套利交易（work－outs）’一词。套利交易是基于特殊企业行为而获利的投资活动，而低估值策略的投资则通常是基于股价上扬而获利。套利交易只有在公司被出售、合并、清算或投标等时机才会发生。在每个案例中，风险在于计划落空或导致放弃已经计划的行动，而并非通常所说的经济形势恶化或股市下挫。在1956年年底，我们的普通股投资和套利交易的仓位比例大约为70/30，目前大约为85/15。”

由此可见，套利交易不仅是巴菲特仓位管理体系的重要组成部分，也是他在资本市场上的一项经常性工作。然而，随着管理的资金越滚越大，巴菲特于1961年开始正式进军企业并购领域。从此以后，企业并购、股票投资与套利交易便在巴菲特的仓位管理体系中形成了三足鼎立之势。即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在1965年接手伯克希尔公司之后，巴菲特仍一直从事着各种类型的套利交易，并获得了不菲的投资回报。

那么套利交易到底有什么好处，竟会让“股神”如此着迷？巴菲特认为，套利交易最重要的作用就是，使他免于松动他自己制定的长期投资标准。在无法找到长期价值投资机会的时候，巴菲特会提高套利交易的仓位占比，以拓展潜在的获利空间。因为短期的套利交易不仅能让巴菲特节约时间成本、缩短资金的闲置时间，还能给巴菲特带来更多的现金流。根据1988年伯克希尔公司年报所披露的数据，巴菲特在这一年投入了大约1.47亿美元进行套利交易，赚取了约7800万美元的税前利润，投资回报率超过50%。而从仓位管理的角度来看：套利交易具有良好的资金流动性，其属性界于现金与债券之间，可以作为短期现金等价物的替代，并成为巴菲特仓位管理中一种常见的现金流管理工具。也正因为如此，你会在伯克希尔公司的季报和年报中发现，“现金与现金等价物”一栏总处于不断变化之中，时而多时而少。

巴菲特的套利交易方法

巴菲特所采用的套利交易方法并非是他本人所独创，而是从导师本杰明·格雷厄姆那里学会了这套“游戏”。1954年，时年24岁的巴菲特进入位于纽约的格雷厄姆-纽曼公司工作，从而有机会近距离地跟随格雷厄姆学习投资。但是，巴菲特却甚少公开披露这些信息。虽然在伯克希尔公司历年的年报和《致股东的信》中可以偶尔看到巴菲特谈及套利交易，但这样的次数也是屈指可数，而且他所公开的案例大多也已是“陈年旧事”——由于时隔多年，后人无法通过其他的侧面信息来了解当时的交易细节。

例如，在1988年《致股东的信》中，巴菲特罕见地谈到了1954年在为导师格雷厄姆工作时所操作的一次套利交易，也是他迄今为止少数几次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意公开谈论的套利交易之一。

位于（纽约）布鲁克林区（Brooklyn）的罗克伍德公司（Rockwood & Co.），是一家盈利能力有限的巧克力公司。在1941年可可豆仅售每磅5美分的时候，（公司）采用的是后进先出（Last In，First Out，LIFO）的存货估值方法。到了1954年，可可豆因为暂时紧俏导致其价格飙升至每磅60美分以上。因此，罗克伍德公司希望将这批价值不菲的存货在价格下跌之前迅速脱手。但若仅仅是出售可可豆，那么公司将为此缴纳50%的税金。不过，1954年的税务法却成了大救星。它有一项晦涩难懂的条款，就是如果公司将存货分配给股东作为减少公司经营范围计划的一部分，那么LIFO的利润就可以免税。为此，罗克伍德公司决定终止其一项业务——销售可可奶油，并宣称其有1300万磅的可可豆存货可供分配。于是，公司用它不再需要的可可豆回购股票，每股付给80磅的可可豆。好几个星期，我一直忙于买股票、卖豆子，并时常跑到施罗德信托公司将股权证书换成仓库的单据。利润很可观，而我唯一的成本就是几张地铁车票。

在上述案例中，巴菲特只谈及了关于这次交易的原理和方法，却没有具体透露交易的时间、套利的交易价格、仓位比例等细节。与这个案例相比，巴菲特在同一封信中所举例的第二个案例无疑更有学习和借鉴的价值。

1981年，阿卡塔公司（Arcata Corp.）的董事会同意将公司卖给科尔伯格－克拉维斯－罗伯茨公司（Kohlberg Kravis Roberts & Co.，简称KKR公司）。阿卡塔是一家以印刷业与林产品贸易为主营业务的公司。1978年，美国政府为了要扩增红木国家公园（Redwood National Park）的范围，从阿卡塔公司征收了1万多英亩红木林地。为此，美国政府决定以分期付款方式支付阿卡塔公司总金额为9790万美元的征收补偿款，但分期付款的利息仅为6%的单利。阿卡塔公司认为美国政府给予的征收补偿款金额和6%的分期付款利率过低，所以一直在通过诉讼据理力争。不论诉讼结果最终是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否有利于公司，买下这样一家“问题”公司无疑会让收购谈判变得异常复杂。为了化解这个难题，KKR 公司决定以每股 37 美元的价格购买阿卡塔公司股票，外加一笔相当于政府补偿阿卡塔公司总额 2/3 的代补偿费用。

在评估过这项套利机会之后，巴菲特认为 KKR 公司能否真正完成这项交易的关键在于他们是否能够顺利取得融资。不过巴菲特并不担心这笔交易会“跑单”，原因在于 KKR 公司以往的投资记录还算不错。在确认了这笔套利交易的成功概率之后，巴菲特又认真分析了失败的可能性。倘若 KKR 公司此次收购真的失败了也不要紧，因为阿卡塔公司董事会对于出售公司“心意已决”。换句话说，即使 KKR 公司跑掉，也会出现其他买主。最后一个问题，就是应该弄清那块被政府强制征收的红木林地到底值多少钱。很显然，巴菲特并不认为这个问题十分重要，他把这个问题简化为介于零与一大笔钱之间。

基于 KKR 公司以往相当成功的收购经验以及开出的收购条件，当时阿卡塔公司的股价对巴菲特还是很有吸引力的。于是，伯克希尔公司从 1981 年秋季开始以每股 33.5 美元的价格建仓阿卡塔公司股票。在八个星期的时间里，伯克希尔公司共买入 40 万股，约占阿卡塔公司总股本的 5%。1982 年 1 月，阿卡塔公司和 KKR 公司签订了以每股 37 美元价格购买股票的协议。受到这项协议的鼓励，巴菲特继续以 38 美元的股价增持阿卡塔公司的股票至 65.5 万股，约占总股本的 7%。不久，KKR 公司在资金筹措上遇到了困难，导致原来的收购计划被迫搁浅。果不其然，这时候出现了新的竞争者承诺以 37.5 美元的股价收购阿卡塔公司股票，外加一半的潜在政府诉讼补偿。巴菲特在这笔套利交易中投入了 2290 万美元，花了近六个月的时间，最终得到了 170 万美元利润，年化收益率约 15%。而且巴菲特相信，政府一定会对这片红木林地做出合理补偿的。

1987 年 1 月，阿卡塔公司与联邦政府的诉讼有了最终的结果。法院宣布联邦政府征用的那块红木林地的价值为 2.75 亿美元与 14% 的分期付款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率，而不是原来的9790万美元和6%的利率。根据这项裁决，意味着联邦政府应该支付给阿卡塔公司6亿美元，于是联邦政府立刻提出上诉。最终，联邦政府与阿卡塔公司双方以5.19亿美元达成和解。巴菲特也因此在1988年收到了1930万美元（相当于每股29.48美元）的“大红包”，之后又于1989年再收到一笔80万美元的“小红包”。

从这个案例可以看出，评估套利交易是否可行需要回答好四个问题：（1）承诺的事情发生概率有多大？（2）在这笔交易中你投入的资金会被占用多久？（3）出现例如提价竞争并购等更好结果的可能性有多大？（4）若因反托拉斯诉讼或融资问题导致并购交易搁浅，又会怎么样？在这四个所要回答的问题中，最重要的是第一个和第四个问题，也就是套利交易的成功概率和失败后果。相对重要的是第二个问题，即套利交易的完成时间，但这个信息通常是通过公司发布的公告获得的。很显然，对于巴菲特这样一位保守型交易者，第三个问题的重要性应该是排在最后的。

我们应该学习的地方

相对于那些每年交易频率高达数十次甚至上百次的套利者而言，巴菲特始终坚持“少而精”的参与原则，只专注于寻找少数因重大交易事项而带来的套利机会。不仅如此，他还从不靠谣言、预测或者所谓的内幕消息去博取“莫须有”的收益，只参与那些已经对外发布公告的交易。巴菲特采取这些与众不同的参与原则，其根本目的只有一个——只为寻找确定性非常高的套利交易机会。因为一个高确定性的套利交易几乎是一种“无风险”的投资行为，其本身的市场价值，即使是在一个彻头彻尾的大熊市中，也并不会受到太大的影响。

那么，什么样的套利交易才是高确定性的呢？具体来说，这项套利交易必须同时满足四个维度的确定性——成功概率的确定性、利润空间的确定性、交易时间的确定性、资金仓位的确定性等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功概率的确定性——成功的概率有多大？

利润空间的确定性——成功后的收益率多少？

交易时间的确定性——完成交易需要多长时间？

资金仓位的确定性——投入多少本金？失败后整体的损失有多大？

这四个变量其中任何一个存在不确定性，都不能称之为“高确定性”套利交易。对于这些影响套利交易的变量，巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆在1951年出版的《证券分析》一书中曾进行过详细的阐述，并创造了一个公式来计算某次套利交易的潜在获利。这个公式的内容如下：

G = 如果交易成功的潜在收益

L = 如果交易失败的潜在损失

C = 预期成功的概率，用百分比表示

Y = 预期持有时间，以年为单位

P = 证券的当前价格

年化收益率 = [C×G－L×（100%－C）]/（Y×P）

对于这个套利交易的计算公式，巴菲特曾这样解释道：“用亏损的概率乘以可能亏损的总量，再用获利的概率乘以可能获利的总量，最后用后者减去前者。这就是我们一直在试图用的方法。它并不完美，但事情就这么简单。”然后，再将后者减去前者所得到的数学期望值（mathematical expectation）除以购买价格与预期的时间跨度，即为该投资的年化收益率。

为了更好地说明巴菲特是如何运用该公式进行套利的，我们再引用一个案例进行说明。这个案例来源于《巴菲特法则》一书中，该书的作者是沃伦·巴菲特的儿媳玛丽·巴菲特（Mary Buffett）。

1982年2月13日，贝尤克雪茄公司宣布公司已经获得美国司法部批准，将雪茄业务出售给美国玉米生产公司，每股价格7.87美元。当时市场价格为每股4.50美元。消息发布不久后，巴菲特便投入了572907美元，购买了该公司5.71%的股票，价格为5.44美元，这样巴菲特就可以从两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者之间的差价中实现套利。

用格雷厄姆公式来分析贝尤克雪茄公司的情形：

G＝2.43 美元（7.87－5.44），如果交易成功的潜在收益

L＝0.94 美元（5.44－4.50），如果交易失败的潜在损失

巴菲特还必须计算如果交易失败他会损失多少。如果取消出售，那么股票价格就会退回到宣布出售之前的水平，贝尤克雪茄公司原先的股票价格为 4.50 美元。这意味着，如果巴菲特以每股 5.44 美元的价格购买贝尤克雪茄公司的股票，而公司股票的价格跌回到每股 4.50 美元，那么巴菲特每股将损失 0.94 美元。

C＝90%，预期成功概率，用百分比表示

已经公布并且获得美国司法部批准，因此，几乎不可能再出现什么障碍。估计成功率在 90% 以上。

Y＝1 年，预期持有时间

巴菲特要计算交易的时间长度。公司在资产清算后，会在该财政年度内将收入分配给股东，否则就要缴纳资本利得税。因此，巴菲特可以预计，公司将在年内支付这笔收入，根据出售及清算时间，确定持有期应不超过 1 年。

P＝5.44 美元，股票的当前价格

$$年收益率 = [C \times G - L \times (100\% - C)] / (Y \times P)$$
$$= [90\% \times 2.43 - 0.94 \times (100\% - 90\%)] / (1 \times 5.44)$$
$$= [2.18 - 0.09] / 5.44$$
$$= 38\%$$

如果贝尤克雪茄公司出售及清算如期进行，巴菲特就可以计算出他的收益率为 38%。对短期套利投资来说，这算得上是一个不错的收益率。

需要特别指出的是，这个公式的使用必须建立在套利交易符合标准的基础上，即预期的成功概率要足够高。对于一个预期成功概率只有 50% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利机会，即使通过这个公式计算出不错的年化收益率，也不能参与。除了预期成功概率要足够高，巴菲特的另一个要排除标准就是预期持有时间不能过长。他对完成时间超过1年的套利机会同样也会不予考虑。因为即使撇开对收益率的影响不说，时间太长的套利机会，本身就存在太多的不确定性，正所谓“夜长梦多，迟则生变”。

独门暗器之二：特殊类型债券

债券（Bonds / Debenture）是一种金融契约，是政府、金融机构、公司等向投资者发行并承诺按一定利率支付利息（又称为“票息”）或按约定的条件偿还本金的债权债务凭证。债券投资者与发行者之间是一种债权债务关系，债券发行人即债务人，债券投资者即债权人。因此，债券的本质是债务凭证，具有法律效力。债券不仅种类繁多，而且市场交易规模巨大。例如，截至2016年底，美国债券市场存量规模超过40万亿美元，相当于美国当年GDP的2.2倍，相当于美国股票总市值的1.5倍。

这样一个庞大的交易市场，自然不会缺少巴菲特的身影。根据伯克希尔公司历年年报中所显示的数据，巴菲特历年的债券投资不仅头寸规模相当可观，而且各种品种均有涉猎。截至2016年底，伯克希尔公司持有的固定收益证券（绝大部分是债券）规模高达234.65亿美元，与2015年260.27亿美元的持仓规模总体相当。而从品种上看，巴菲特常规持有的债券主要包括以下五大类：（1）美国财政部、美国政府企业和机构（U.S. Treasury, U.S. government corporations and agencies）发行的债券，（2）州政府、市政府和政府分支机构（States, municipalities and political subdivisions）发行的债券，（3）外国政府（Foreign governments）发行的债券，（4）企业债券（Corporate bonds），（5）住房抵押贷款支持债券（Mortgage-backed securities）。

不过，巴菲特的债券投资并不仅限于这些常规类型的债券，他投资过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) Investments in fixed maturity securities

Investments in securities with fixed maturities as of December 31, 2016 and 2015 are summarized by type below (in millions).

	Amortized Cost	Unrealized Gains	Unrealized Losses	Fair Value
December 31, 2016				
U.S. Treasury, U.S. government corporations and agencies	$ 4,519	$ 16	$ (8)	$ 4,527
States, municipalities and political subdivisions	1,159	58	(1)	1,216
Foreign governments	8,860	207	(66)	9,001
Corporate bonds	6,899	714	(9)	7,604
Mortgage-backed securities	997	126	(6)	1,117
	$22,434	$1,121	$ (90)	$23,465
December 31, 2015				
U.S. Treasury, U.S. government corporations and agencies	$ 3,425	$ 10	$ (8)	$ 3,427
States, municipalities and political subdivisions	1,695	71	(2)	1,764
Foreign governments	11,327	226	(85)	11,468
Corporate bonds	7,323	632	(29)	7,926
Mortgage-backed securities	1,279	168	(5)	1,442
	$25,049	$1,107	$(129)	$26,027

Investments in fixed maturity securities are reflected in our Consolidated Balance Sheets as follows (in millions).

	December 31, 2016	December 31, 2015
Insurance and other	$23,432	$25,988
Finance and financial products	33	39
	$23,465	$26,027

图 7－1　2016 年与 2015 年伯克希尔公司的固定收益证券持仓规模

的特殊类型债券也不在少数。

可转债(Convertible bonds)

可转债的特点

可转债是在债券的基础上附加了一份股债转换协议，因此具有债权和股权的双重特性——既可以与普通债券一样获得本息，又能转换成股票享受股价上涨所带来的丰厚回报。所以相较于常规的债券，可转债从理论上来讲下跌的空间是有限的，但上涨的空间却是无限的。在市场持续低迷或者企业经营恶化时，“债转股”的价格一般会高于当时的股票价格，投资者在此时可以选择不转换，安心赚取债券稳定的利息收入。这时可转债主要表现为“债性”，可以像普通债券一样具有还本付息的功能。一旦市场变好或企业业绩好转，可转债的价值便会得到明显提升，并导致股票价格迅速超越“债转股”的价格，投资者便可行使转换权享受股票“溢价”所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来的超额收益。这时可转债主要表现为“股性”。由于这种“进可攻、退可守”的可转换性能够为投资者提供不错的低风险获利机会，所以深得巴菲特的欢心。

出人意料的选择：一家互联网科技公司

让人意想不到的是，巴菲特投资可转债最经典的一个案例竟然是一家互联网科技公司——第三级通讯公司（Level 3 Communications Inc，纽交所股票代码：LVLT）。世人皆知，巴菲特一向不喜欢网络科技类公司，因为这类公司大多发展变化快、业绩极度不稳定、前景难以判断。他曾经说过：“对我而言，任何有关互联网领域的投资决定，我在五秒钟内就会否决。”虽然巴菲特也承认，由于自己对于高科技产业缺乏认识和了解，错失了包括微软、谷歌在内的众多机会，但他从来都不觉得后悔和遗憾，“不熟不做”依然是其一如既往坚守的原则。所以当以保守和稳健著称的巴菲特投资第三级通讯公司的报道一经传出，着实让投资界眼镜碎了一地。

第三级通讯公司成立于 1998 年，在当时的美国电信界曾名噪一时，是一家提供光纤网络通信相关业务的运营商。到 2000 年 3 月 10 日，其股价已经攀升至最高每股 130 美元，市值高达 440 亿美元，甚至比通用公司的市值还高出 40 亿美元。但好景不长，随着互联网泡沫在 2000 年 4 月突然破裂，第三级通讯公司很快就随着互联网泡沫的破灭而一蹶不振——最低时股价跌至 3 美元/股左右，市值仅约 10 亿美元，相对于高位跌去了 99%。与此同时，公司的基本面也在不断恶化，至 2002 年，公司的负债高达 60 亿美元。一时间，第三级通讯公司可能倒闭的流言在市场上传得是沸沸扬扬，导致公司发行的债券居然由面值 1 美元一路跌至 50 美分以下，最低时跌到 18 美分。如果此时以 20 美分的价格买进一个票面利率为 9% 且面值为 1 美元的债券，自然符合巴菲特“4 折”的安全边际。即使不考虑将其转换成股票，单单持有债券到期的年化收益率也已经超过 25%。正因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为如此，伯克希尔公司于2002年7月9日宣布投资1亿美元购买美国第三级通讯公司的长期债券和可转债。

投资原因剖析

许多投资者肯定会问，为何巴菲特会选择这样一家快要破产的互联网科技公司进行投资呢？巴菲特当然不是傻子，他之所以敢下注，是因为他对这家公司还是有一定了解的。从基本面上看，当时第三级通讯公司的账户上还拥有15亿美元的现金和6.5亿美元的银行借款，公司的经营也一切正常，且仍拥有不少客户。而更重要的一个原因则是，第三级通讯公司的时任董事会主席沃尔特·思科特（Walter Scott，JR.）是巴菲特的一位老友。尽管巴菲特对公司的业务可能不太了解，但对他这位老友的人品却充满信心。他曾坦言："有时候，你会在你的能力圈之外进行投资。第三级通讯公司就是我在能力圈之外的投资之一。但是我是把赌注压在人的身上，我觉得我非常了解这个人。"

投资可转债的风险

然而必须指出的是，尽管业界对于可转债的评价是"进可攻、退可守"，但并不意味着投资可转债就完全没有风险。以中国A股市场为例。根据Wind资讯提供的数据：2014年第一、二季度受到A股震荡的影响，在可转债持仓占比超过60%的32只基金中有25只都出现了亏损，只有7只维持了正收益。由此可见，投资可转债未必就能稳赚不赔。那么，如何才能安全有效地投资可转债呢？从巴菲特的投资经验来看，在市场低迷时大量增持可转债才会更加安全和有效。而由于可转债具有"股性"，所以按照巴菲特"低于四折买入"的安全边际标准来入手，应该是个比较保险的选择。只不过，这种天赐良机估计也只有等到超级大熊市来临时才有可能出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零息债券（Zero – Coupon Securities）

零息债券的“秘密”

顾名思义，零息债券就是不支付利息的债券。既然零息债券没有利息，投资者又是如何获利的呢？它的秘密在于折价发行，面值兑付。例如，一张面值100元的零息债券按90元发行，买入后持有1年到期按面值100元进行兑付，投资者则获得11.1%的收益。因此，这种债券虽然不支付任何利息，但持有证券到期，理论上仍是一项“稳赚不赔”的投资。当然，这种“稳赚不赔”只是相对而言，绝不是说投资零息债券不存在任何潜在的风险。对于所有债券投资而言，最大的风险就是无法兑付。因此，在购买零息债券时，不要轻易地被那些高利率的零息债券所迷惑，一定要仔细评估该企业的信誉和实力，以提防那些不能按期兑付的公司。而除了无法兑付的风险，还存在着直接影响零息债券收益高低的利率风险。

在1997年《致股东的信》中，巴菲特就曾专门谈及了这方面的投资经验：“截至年底我们最大的非常规仓位，是46亿美元按已摊销成本计价的美国财政部的长期零息债券。这些债券不支付任何利息。相反，它们通过在购买时提供折扣从而让持有者有利可图，而这种特性使得其市场价格在利率变化时会迅速改变。如果利率上调，你就会在零息债券上损失惨重；而如果利率下行，那么你将获利丰厚。由于1997年的利率出现下行，因此在年末时我们尚未兑现的零息债券税前收益已高达5.988亿美元。”从巴菲特的这段话中，我们可以获得两个有效信息：一是巴菲特购买的是美国财政部发行的零息债券，从而彻底消除了债券无法兑付的风险。二是零息债券的收益率与利率成反比，利率越高，收益越低。因此在投资零息债券之前，研究和分析利率的周期变化是必不可少的。

发行零息债券

巴菲特的伯克希尔公司不仅投资零息债券，而且还自己发行零息债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券。因为零息债券不仅能让投资者获利，对于企业来说也是一个非常有用的金融工具。在1989年《致股东的信》中，巴菲特就曾“长篇累牍”地介绍过其发行零息债券的经历。

去年九月，伯克希尔发行了面值总额为9.026亿美元的零息可转换次级债券，其目前已在纽约证券交易所挂牌交易。所罗门兄弟公司以极好的方式处理了承销工作，为我们提供了有益的建议与无可挑剔的执行力。当然，大多数债券要求定期支付利息，通常是每半年一次。相反，零息债券则并不用支付利息，投资者是通过以到期价值的很大折扣买入债券来获得收益。它的实际利率取决于最初的发行价格、到期价值以及发行日与到期日之间的时间长短。

在我们的案例中，债券以相当于到期价值44.314%的价格发行，15年后到期。对于购买债券的投资者而言，这在数学上等同于每半年支付5.5%的利息。因为我们在一美元上仅拿到了44.31美分，所以我们从这次债券发行中实际获得的款项是4亿美元（扣除约950万美元的发行费用）。

该债券以10000美元的面值发行，每张债券可以转换成0.4515股伯克希尔·哈撒韦公司的股票。由于一张面值为10000美元的债券其发行价为4431美元，这意味着每股伯克希尔股票的转换价格是9815美元，相对于当时的市场价格有15%的溢价。伯克希尔公司可以在1992年9月28日以后的任何时间按它们所累积的价值（最初的发行价加上每半年5.5%的利息）赎回这些债券，而在两个特定的日子里——1994年9月28日与1999年9月28日，债券持有人可以要求伯克希尔公司按所累积的价值赎回该债券。

从税负的角度来看，虽然我们没有向债券持有人支付任何利息，但伯克希尔每年仍可享受5.5%的利息支出所得税扣抵。由于减少了税负支出，所以对我们最终的影响是产生正向的现金流。这是一个非常重要的好处。某些不可知的变量使得我们无法准确地计算出（债券）的实际利率，但不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管怎样它应该都是低于5.5%的。而税法又同时存在着一个对称的机制：任何应纳税的债券持有人必须每年支付5.5%的利息所得税，即使他们根本没有收到一分钱的现金收益。

巴菲特之所以“苦口婆心”地介绍零息债券，是因为在他看来，这是一种不错的“负债”方式。因为相对于其他类型的债券而言，零息债券发行人无须定期准备任何资金来支付利息。这也就意味着，发行债券的公司可以在相当长的一段时间内“毫无顾忌”地使用募集所得的资金。以伯克希尔公司此次发行的零息债券为例。通过发行零息债券，伯克希尔公司实际上募得了4亿美元的资金，总使用期限为15年。而在债券实际发行之后，可能会出现以下4种情况。

（1）按照约定，伯克希尔公司有权在债券发行3年之后以所累积的价值（最初发行价加上每半年5.5%的利息）赎回这些债券。如果巴菲特没有在1994年9月28日之前主动赎回这笔零息债券，则意味着巴菲特至少可以在5年的时间里安心地使用这笔4亿美元的资金，且5年之内不用支付任何利息。因为债券持有人最早要在5年之后（1994年9月28日这一天）才有权要求伯克希尔公司按照所累积的价值兑付这些债券。

（2）如果巴菲特选择在1994年9月28日之前主动赎回债券，则很可能是因为巴菲特当时手中的现金实在太多，且又找不到合适的投资机会。

（3）如果投资者选择将债券转换成伯克希尔公司的股票，则意味着巴菲特根本无须再准备资金兑付这部分投资者手中的债券。

（4）如果投资者不将零息债券换成股票，而选择持债到期兑付或者中途兑付，则意味着伯克希尔公司要以所累积的价值赎回这些债券。从理论上来说，伯克希尔公司的这笔零息债券相当于每半年向投资者支付5.5%的利息（相当于5.58%的年利率）。不过，由于受到税赋抵扣等变量的影响，导致这笔债券真正的实际利率（exact effective rate of interest）其实要低于5.5%。换句话说，只要巴菲特将募集的4亿美元通过投资每年获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于 5.5% 的收益，伯克希尔公司发行的这笔零息债券就已经是稳赚不赔了。而超过 5.5% 的收益率，对于巴菲特来说自然是小菜一碟。如果巴菲特不主动赎回债券，则在最初的 5 年内既无利息支付又有税赋抵扣，即使按照每年 15% 的平均收益率计算，巴菲特在 5 年间至少可以“白赚” 1.9 亿美元。

通过上述分析，你觉得巴菲特有什么理由不喜欢发行零息债券呢？不过作为发行方，零息债券也同样受到利率的影响。利率上行，投资者的收益减少，债券发行公司却会受益；反之亦然。而由于美国在 2008 年金融危机之后一直处于利率下行周期并几乎接近“零”利率，所以伯克希尔公司近年来已经停止发行零息债券了。

垃圾债券（Junk bonds）

什么是垃圾债券

垃圾债券，也称“劣等债券”（Lower rated bonds），是指信用评级过低的企业所发行的债券。根据美国两大债券评级机构——穆迪和标准普尔公司的评定标准（见表 7-1），企业所发行的债券被分为三六九等。凡在穆迪公司债券信用评级中为 Ba 级以下（含 Ba 级）的企业债券或标准普尔债券信用评级中为 BB 级以下（含 BB 级）的债券，均属于垃圾债券。从整体上来说，垃圾债券能向投资者提供的收益要高于一般的常规债券，所以又被称为“高收益债券”（high yield bonds）。不过投资垃圾债券的风险也会高于一般的常规债券，因而也被称为“高风险债券”（Riskier bonds）。

表 7-1 穆迪和标准普尔的债券评级标准

穆迪公司债券信用评级	标准普尔债券信用评级
Aaa 级	AAA
Aa 级（Aa1，Aa2，Aa3）	AA
A 级（A1，A2，A3）	A
Baa 级（Baa1，Baa2，Baa3）	BBB

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

穆迪公司债券信用评级	标准普尔债券信用评级
Ba 级（Ba1，Ba2，Ba2）	BB
B 级（B1，B2，B3）	B
Caa 级（Caa1，Caa2，Caa3）	CCC
Ca 级	CC
C 级	C
/	D

早在20世纪二三十年代，垃圾债券就已经开始在美国资本市场上出现。一开始这种债券常因信用评级过低而备受质疑，并在最初的数十年间鲜有人问津，这种状况一直持续了近半个世纪。到了20世纪70年代，席卷美国的并购重组浪潮使得垃圾债券一跃成为投资者狂热追求的投资品种。此后，美国的垃圾债券市场规模在高收益的驱使下持续扩大。至2015年时，美国的垃圾债券市场规模已经高达2万亿美元。越来越多的投资者发现：垃圾债券虽被冠以“垃圾”之名，但发行这类债券的企业却也有可能是非常有潜力的“明日之星”。有人就曾将这些“明日之星”分为两类：一类是“堕落天使”——曾经享有优良评级的公司由于各种原因导致其发行的债券沦为垃圾级，另一类是“后起之秀”——公司因处于创业期，其发展潜力尚无法用评级来反映。然而无论是“堕落天使”重回“天堂”，还是“后起之秀”成功“晋级”，都能给投资者带来丰厚的回报。正因为如此，垃圾债券不仅早已成为了世人眼中的超级“富矿”，也让巴菲特觊觎不已。事实上，巴菲特不仅是垃圾债券市场上的常客，还是垃圾债券投资领域的行家里手。1989—1990年，巴菲特斥资4.4亿美元买入美国雷诺兹-纳贝斯克（RJR Nabisco）公司的垃圾债券，并大赚了1.5亿多美元。2002年前后，伯克希尔公司购买了超过80亿美元的垃圾债券。仅仅截至2003年底，伯克希尔公司就已经通过这项投资获得了11.38亿美元的收益。为此，巴菲特也曾感慨地说道：“购买垃圾债券确实是一项利润很高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资。”

巴菲特投资垃圾债券的成功之道

从巴菲特投资垃圾债券的时间来看，基本都是在股市暴跌之后的熊市中买进，然后在股市大涨的牛市中卖出。很显然，巴菲特依然是遵从他一贯“熊市贪婪、牛市恐惧”的原则。而从投资标的的选择来看，巴菲特投资垃圾债券绝非是“一时冲动之举”，而是谋定而后动。在他看来，垃圾债券就好比一只不受市场待见的“低估值”股票，最终能否“乌鸡变凤凰”，则取决于发行债券公司的基本面。而一家优秀公司在落难之时，无论是垃圾债券还是股票，都是最佳的入手时机。这样的公司一旦否极泰来，那些昔日被人冷落的证券都将变成受人追捧的“香饽饽”。因此，巴菲特投资垃圾债券的另一大要诀就是筛选出那些一定能够“咸鱼翻身”的优秀公司。

2000 年，网络科技泡沫的破灭使得许多垃圾债券的价格变得相当便宜，也让巴菲特忍不住心动，并在 2002 年前后一口气买了 80 亿美元，其中也包括著名的亚马逊公司发行的垃圾债券。作为互联网泡沫中曾经的大牛股，此时的亚马逊公司面临高亏损和高负债的双重困境，其净资产在 2000 和 2001 年分别为 -9.67 亿和 -14.4 亿美元。“一半是水，一半是泡沫”的亚马逊公司，不仅股价从 1999 年约 100 美元的最高价下跌至不足 10 美元，公司发行的债券也备受市场冷落并沦为垃圾债券。2001 年至 2002 年，巴菲特投入 3.1 亿欧元以面值 5.7 折的价格购买了亚马逊公司发行的垃圾债券，投入的资金按当时的汇率折算后约为 1.69 亿美元。到了 2007 年，这笔垃圾债券投资为巴菲特带来了高额的回报，因为此时亚马逊公司的垃圾债券价格已经上升至面值的 102%。

作为巴菲特投资垃圾债券的得意之作，他还特意在 2007 年《致股东的信》中谈及了这笔投资：“2001 和 2002 年，我们以面值 57% 的价格购买了亚马逊公司发行的 3.1 亿欧元债券，这些债券将在 2010 年到期，票面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率为6.875%。当时亚马逊的债券被评为垃圾债券，虽然事实绝非如此。”最终，巴菲特获得了约2.46亿美元的投资总收益，投资收益率超过145%。事实证明，巴菲特选择投资亚马逊这类优秀公司的垃圾债券，是一种极为简单且有效的方法。因为优秀公司的自我修复能力很强，能很快从麻烦缠身的“泥潭”中走出来。当然，优秀公司因为暂时落难而发行垃圾债券的机会也并不多见，一旦这种“天赐良机”降临，就一定要好好把握。

最后需要特别解释一下，巴菲特为什么会在垃圾债券上“言行不一”。2003年，曾经大肆购买垃圾债券的巴菲特却向投资者发出警告：“别碰垃圾债券”。许多投资者不理解，认为巴菲特是个“自己偷偷买却不让他人买”的大骗子。实际上，告诫投资者“远离垃圾债券”只是巴菲特当时一种理性的市场观点。他之所以在当时告诫他人不宜再投资垃圾债券，是因为美国的垃圾债券市场在2003年初已经出现了一波快速的大幅上涨，并导致大量的投资者涌进市场抢购垃圾债券。而一向以逆向投资著称的巴菲特，当然会在此时建议投资者不宜再投资垃圾债券。

其他特殊类型的债券

每当金融危机或经济衰退来临时，往往也是巴菲特购买债券的密集期。由于此时的金融信贷部门大多银根紧缩，导致许多公司需要资金救急。而一些公司为了解燃眉之急，自然就会给予债券投资者更多的优惠。因此，巴菲特在此时出手既是“雪中送炭”也是“趁火打劫”——既帮助了企业渡过难关，又为自己带来了丰厚的回报。而为了最大可能地获得利润，巴菲特在债券类型的选择上一般会偏爱以下三种：一是附带有股权的债券，如可转债；二是潜在收益高的债券，如垃圾债券；三是高利率的定息债券。而说到高利率债券，就不得不说到无担保债券（Unsecured Bonds）。由于无担保债券无任何资产作为抵押担保，其风险也要高于有担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保债券，所以为了吸引投资者，无担保债券往往会提供更高的票面利率。2009 年 2 月，巴菲特执掌的伯克希尔公司投资 3 亿美元购买了美国最大的摩托车生产商哈雷·戴维森摩托公司（Harley – Davidson Inc.）发行的票面利率为 15% 的优先无担保债券，以帮助哈雷·戴维森公司渡过经济衰退期。最终，哈雷·戴维森公司成功复苏，并兑付了伯克希尔公司所有的本息。

而除了无担保债券，免税债券（Tax – free Bonds）也是一种相对的高利率债券。因为与同等利率的非免税债券相比，免税债券的税后收益更高。所以在伯克希尔公司的历年年报或致股东的信中，巴菲特曾多次提到免税债券的相关交易：

1983 年至 1984 年，巴菲特投资 1.39 亿美元购买了华盛顿公共电力供应系统的免税债券，每年可以获得 2270 万美元的免税利息。

1986 年，巴菲特购买了 7 亿美元的中期免税债券。

1987 年，伯克希尔公司的中期免税债券持有仓位增加至 9 亿美元。

1989 年，伯克希尔公司通过出售部分免税债券获得了约 5100 万美元的税前收益。

……

1970 年，巴菲特在最后一封《致合伙人的信》中这样写道："毫无疑问，投资免税债券所获得的利息是免征联邦所得税的。这意味着，假设你的联邦所得税纳税等级处于最高一档的 30%，购买利率为 6% 的免税债券和购买利率为 8.5% 的非免税债券，其收益是相同的。因此，对于我们大多数合伙人来说，包括一些年轻人和退休人员，免税债券比非免税债券更具吸引力。对那些没有或者很少有工资或红利收入却拥有大量资本的人来说，非免税债券（所得税纳税等级大约处于 25% 或 30% 的档次）加上免税债券的组合投资形式可能会带来更高的税后收益。"

同样是在这封信中，巴菲特还用了大量的篇幅介绍了债券投资的相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知识，并向合伙人推荐了几种“特定领域”的债券：

（1）有巨额税收的公共行业的债券，如收费公路、电力设施、供水系统等；

（2）产业发展机构债券（Industrial Development Authority Bonds）；

（3）公共住房管理机构发行的最高等级免税债券；

（4）直接或间接性质的州政府债券。

独门暗器之三：特殊类型股权

巴菲特投资过的特殊类型股权，主要包括有限合伙公司股权和优先股。

有限合伙公司股权

根据1998—2003年年报所披露的信息，伯克希尔公司曾参与投资过有限合伙公司。但巴菲特本人却极少向外界透露这部分投资的经历与经验，偶尔提到时也大多只是一带而过。例如，在1998年伯克希尔公司的年报中：“其他类型的投资包括投资有限合伙公司以及商品，它们按公允价值被列账在所附的资产负债表中。对有限合伙公司的投资被归类为可供出售的（有价证券）。”其余5年的伯克希尔公司年报也并没有提供更多关于这一类投资的信息，表述的方式几乎是大同小异。当然有人会认为，既然巴菲特没有过多地向外界透露这项投资，那就说明这项投资并不重要。真的是这样吗？那倒未必。一个人如果不想告诉你一件事情，无外乎就两种原因：一是这件事真的不重要，二是这件事只是看起来不重要。我们无法知道投资有限合伙公司对于巴菲特来说，是真的不重要还是看起来不重要。不过，既然我们要学习和研究巴菲特，就要有打破砂锅问到底的精神。即使我们无法把事情的来龙去脉都弄得一清二楚，但我们至少应该去思考巴菲特为什么会参与这项投资。虽然巴菲特没有为我们提供更多的直接信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息，但有一点是可以肯定的——巴菲特在至少6年的时间里从事这类投资绝非偶然。而通过对这类投资的特殊性和重要性进行分析，或许可以帮助我们获得一些重要的启示或线索。说得更简单一点，就是我们要弄清楚有限合伙公司到底有哪些值得巴菲特喜欢的地方。

优势之一：分红派息

在美国，能发行有价证券并能上市公开交易的公司并非必须是股份制，有限合伙制同样可以。在纽约证券交易所，你时常会看到许多公司的名称后面都附带有两个字母——L. P.。这两个字母其实就是有限合伙公司英文名 Limited Partnerships 的缩写，表明这是一家上市交易的有限合伙公司。事实上，世界上许多著名的公司都是采取有限合伙制，如号称“全球私募之王”的黑石集团（The Blackstone Group L. P.，纽交所交易代码：BX），美国最大的资产管理公司——联博公司（Alliance Bernstein Holding L. P.，纽交所交易代码：AB）等。根据美国《统一合伙公司法》（Uniform Partnership Act）的规定，有限合伙公司可大可小——人数最少2人，即至少应当有1名普通合伙人（general partner）和1名有限合伙人（limited partner）。普通合伙人承担公司的管理事务，并对公司的债务承担无限责任；而作为出资方的有限合伙人则不参与公司管理，以出资额为限承担有限的债务责任。为了与股份制公司的股票以示区分，有限合伙公司的股份通常被称为“有限合伙份额”（Limited Partnership Units）。

那么，这二者有什么区别呢？从权利的角度来看，份额与股票的最大差别就在于是否拥有投票权。一般来说，投资者在购买股票之后也就成了公司的股东，且拥有一股一票的股东大会投票权。但如果持有的是份额，投资者就没法享有投票权或者只有有限的投票权。当然，凡事“有所短，必有所长”。虽然份额在投票权这一项上有所限制，但在其他方面却大大优于股票，特别是在分红派息和税收优惠方面。我们首先来了解一下有限合伙公司的分红派息。类似于股份制公司派发给股东的股息（Dividend），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限合伙公司支付给合伙人的收益被称为“资本返还”（Return of Capital）。二者的不同之处在于，支付是否具有强制性。与股份制公司不同，不少有限合伙公司甚至是每季度都必须进行一次收益分配，否则就会构成违约。这意味着，持有有限合伙公司份额的投资者每个季度都能获得一笔现金流收入。对于深爱源源不断现金流的巴菲特来说，投资有限合伙公司无疑是一种美妙的选择。

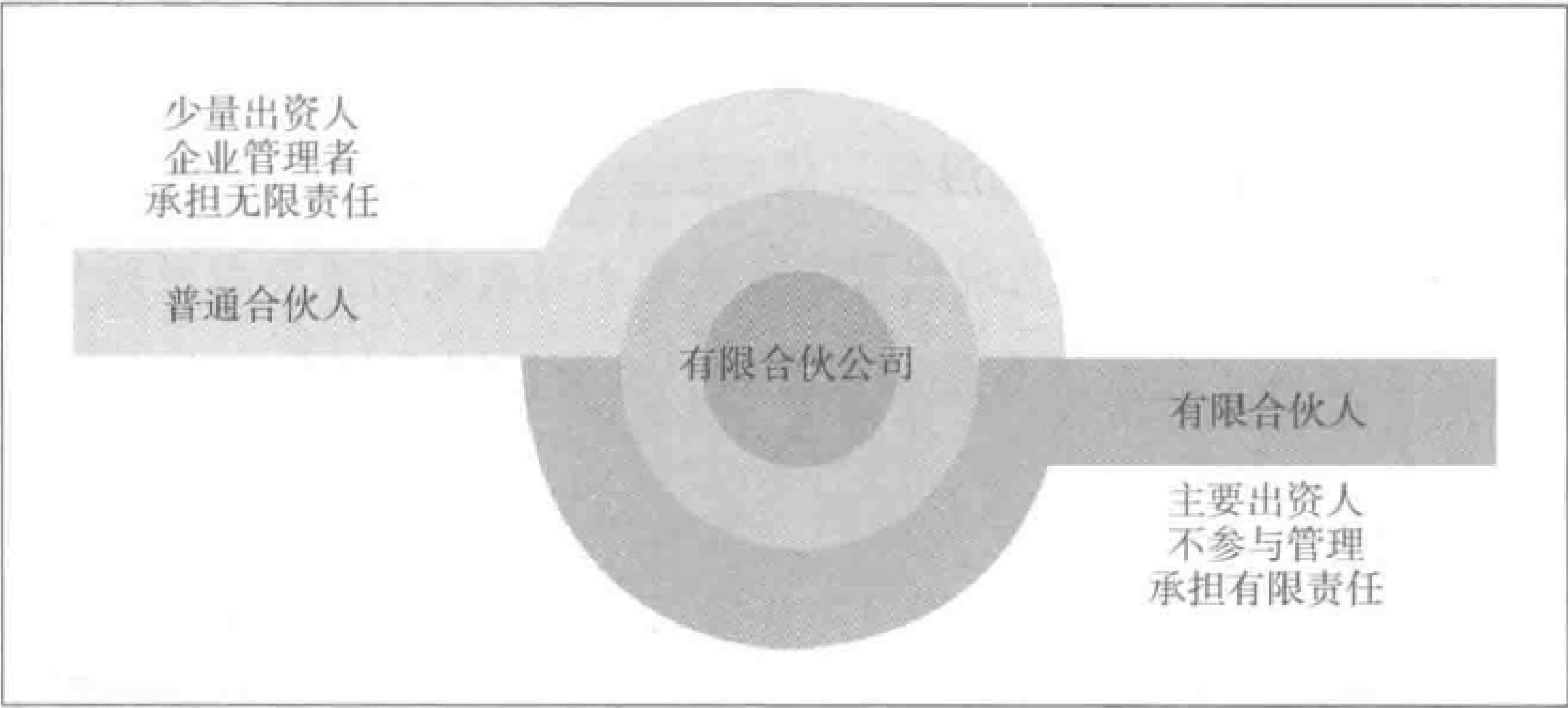


图 7－2　合伙公司中合伙人之间的权责关系

优势之二：税收优惠

根据美国税法，股份制公司的投资者需要面临双重征税（Double Taxation）——企业所得税与投资者个人所得税。不过有限合伙公司的投资者则只需缴纳个人所得税，公司则可享受免缴所得税的优惠待遇。这一特征对于喜欢避税的巴菲特来说，自然也具有很大的吸引力。而除了强制分红和免征企业所得税等优势，有限合伙公司在管理方式、权利义务关系、收益分配方式等方面都有着极大的自由度，可以根据约定的合伙协议灵活地安排。这意味着，像巴菲特这样的大股东，能够通过灵活多变的合伙协议为自己争取更多的利益。当然，这些对于巴菲特来说也并不算难事。我们曾经谈到过，巴菲特在投资的起步阶段先后成立了 11 家有限合伙公司，并最终将这 11 家合并成 1 家。换句话说，有限合伙公司的经营、管理、税收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等方方面面，对巴菲特来说，都是再熟悉不过了。所以，评价一家有限合伙公司是否值得投资，对于巴菲特来说自然是驾轻就熟。基于这些优势，我们有理由相信，巴菲特对有限合伙公司的投资应该是一个相当不错的选择。

优先股

优先股（Preference Share）是巴菲特投资的另一大类特殊股权。优先股是指由股份制公司发行的且在分配利润和剩余财产时比普通股（Common Share）具有优先权利的股份。优先股最早出现于19世纪的英国，经过不断发展和创新，已成为现代资本市场中不可或缺的重要组成部分——不仅为公司提供了重要的直接融资方式，也为投资者提供了更多的投资渠道。

优先股的特点

相对于普通股而言，优先股享有多项优先权。一是优先股股东能优先于普通股股东，按照事先约定的票面股息率获得公司分配的利润，且不受公司业绩好坏的影响。二是优先股股东在公司解散或破产清算时，可以优先获得未派发的股息以及事先约定的清算金额。不足以全额支付时，则按所有优先股股东的持股比例进行分配。只有在优先股股东获得清偿之后，普通股股东才能参与公司剩余财产的分配。根据权利与义务对等的原则，与优先权相对应的则是优先股股东的权利受到一定限制。例如，持有优先股的股东没有选举与被选举权，也没有参与公司经营管理的权利。

根据不同的股息分配方式，优先股有多种分类方法：

（1）按存续期的股息率是否进行调整，可分为固定股息率优先股和浮动股息率优先股；

（2）按若有可分配税后利润时股息是否必须分配，可分为强制分红优先股和非强制分红优先股；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）按分配利润不足的差额部分是否累计，可分为可累积优先股和非累积优先股；

（4）除了按规定分得本期固定股息外，按是否有权同普通股一起参与剩余税后利润分配，可分为参与优先股和非参与优先股；

（5）按优先股是否可以转换成普通股，可分为可转换优先股和不可转换优先股；

（6）按公司是否享有回购优先股的权利，可分为可回购优先股和不可回购优先股。

巴菲特青睐优先股的原因

研究伯克希尔公司投资优先股的历史交易记录可以发现，巴菲特对具有固定股息率、强制分红、可累积、可转换等特点的优先股情有独钟。很显然，巴菲特追求具备固定股息率、强制分红、可累积三大特点的优先股，其实就是在追求确定性，而他追求可转换优先股则是在追求收益性。因为可转换优先股具有债券与股票的双重属性，是一个“退可守、进可攻”的投资工具。这一特性，类似于我们前面谈到过的可转债。不过，优先股与可转债这二者之间却有着本质的区别。可转债代表的是一种债权与债务的关系，无任何表决权和管理权。而优先股代表的则是一种股权关系。尽管优先股股东一般情况下并没有表决权和公司经营管理权，但在特殊情况下（如公司决定发行新的优先股）仍可以行使投票权。

早在 1987 年，巴菲特就已经开始染指所罗门公司（Salomon Inc.）的优先股，并在此后的数年间多次出手。根据 1995 年年报所披露的持仓信息，截至 1995 年底，伯克希尔公司仍持有 5 家公司的优先股（见表 7－2），分别为冠军国际公司（Champion International Corp.）、第一帝国公司（First Empire State Corp.）、吉列公司（The Gillette Company）、所罗门公司以及美国航空集团公司（US Air Group，Inc）。他投资的这 5 只优先股的固定股息率平均为 9%，而且是强制分红和可累积的。因此，即使由于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动荡或公司经营不善而导致普通股股价一路暴跌，也丝毫不会影响巴菲特的收益——他依然可以每年拿到相当不错的固定股息。当然，巴菲特最看重的还是这些优先股的可转换特性。一旦普通股股价大涨，则可以按照约定的价格转换成普通股，分享股价上涨所带来的超额收益。

表 7－2 巴菲特在 1987—1991 年投资的可转换优先股

公司	固定股息率	购买时间	成本（亿美元）	市值（亿美元）
冠军国际公司	9.25%	1989 年	3.0	3.88
第一帝国公司	9.00%	1991 年	0.4	1.10
吉列公司	8.75%	1989 年	6.0	25.02
所罗门公司	9.00%	1987 年	7.0	7.28
美国航空集团公司	9.25%	1989 年	3.58	2.15

在 1989 年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特详细阐述了他投资这些优先股的逻辑："几乎在任何情况下，我们都希望这些优先股能够返还我们投入的本金外加分红。然而，如果那仅仅就是我们所能得到的全部回报，这样的结果无疑会令人失望，因为我们将会丧失灵活性并会因此错失在未来 10 年之中某些必然会出现的重大投资机会。如此一来，当这些颇具代表性的优先股只能让我们获得一般优先股所能获得的收益时，对我们也就没有了任何吸引力。伯克希尔公司能够从这 4 只优先股上获得满意回报的唯一途径，就是转换为这些公司的普通股且股价表现良好。"

成功案例：吉列公司优先股

巴菲特对吉列公司优先股的投资堪称最成功的经典之作。1989 年，巴菲特斥资 6 亿美元购买了吉列公司的可转换优先股，每年可以享受 8.75% 的固定股息，并能在规定的期限内以每股 50 美元的价格转换为普通股票，强制赎回期限为 10 年。当 1991 年吉列公司的股价超过每股 50 美元之后，巴菲特便选择将优先股转换为普通股，此后一直持股不动。至 2004 年底，这些股票的市值增长至 43 亿美元，投资收益率超过 600%。然而故事到这里，并没有结束。1996 年，吉列公司高价收购了著名的电池生产商——金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霸王公司。不过高达78亿美元的收购并没有为吉列公司带来应有的业绩增长，反而将吉列公司的经营拖进了泥潭。2005年1月28日，吉列公司最终被宝洁公司收购。在此次并购交易中，原吉列公司的股票按照1股换0.975股宝洁公司的股票进行股权转换。最终，巴菲特共换得9360万股宝洁公司的股票，约占宝洁公司总股本的3%。在此之后，巴菲特于2009—2014年多次减持宝洁公司的股票，套现数十亿美元。

有趣的是，我们在前面曾经谈及巴菲特于2014年以“现金充裕剥离”的方式清仓了手中价值47亿美元的宝洁公司股票，并换得了金霸王电池公司。换句话说，吉列公司十多年前花78亿美元收购的公司，巴菲特却只花了47亿美元，并且还不用缴税。“股神”的精明之处，由此可见一斑！如果考虑到这两笔交易相隔近二十年以及在此期间的通货膨胀和公司成长等因素，基本可以肯定巴菲特的这笔并购也是相当划算的。若将所有相关交易串联起来看，就是巴菲特投资了6亿美元的优先股被转换为价值43亿美元的吉列公司普通股，又被兑换成近1亿股的宝洁公司股票，最终赚得了数十亿美元的现金以及一个价值47亿美元的金霸王电池公司。无怪乎许多人都认为：在吉列公司这项投资上，巴菲特已经将可转换优先股这一进可攻、退可守的仓位管理工具运用到了极致。

“失败案例”：有惊无险

当然，投资优先股也并非就能百分之百地稳赚不赔。在巴菲特的这5笔优先股投资中，以吉列公司的投资回报率最高，其次是第一帝国公司；冠军国际公司的优先股在1995年转换成普通股并被巴菲特抛售，投资收益位列第三；所罗门公司的优先股投资几乎只能保本，而且这还是所罗门公司在1995年赎回了1.4亿美元优先股之后的收益；而最差的一笔自然是对美国航空集团公司的投资，到1995年末，巴菲特已经亏损了1.43亿美元。事实上，这两笔收益率最低的优先股投资也就是巴菲特日后时常念叨的两大“失败案例”。1987年9月28日，巴菲特投资7亿美元购买了所罗门公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的可转换优先股，每年的股息率为9%，同时获得了以每股38美元的价格转为普通股的权利。不久，所罗门公司因违规操纵国债陷入破产边缘，导致巴菲特不得不为拯救所罗门公司而东奔西走、殚精竭虑。所幸的是，这些努力并没有白费——所罗门公司逐渐好转，巴菲特所持有的优先股也先后被公司回购。然而不得不说，尽管巴菲特最终避免了实质性的亏损，但为了9%的股息却要亲自出马地去拯救一家公司，肯定是得不偿失的。

2年之后，巴菲特再次在优先股投资上遭遇了“挫折”。1989年，巴菲特出资3.58亿美元认购了美国航空集团公司的可转换优先股，股息率为9.25%，10年后强制回购，并约定可以每股60美元的价格转为普通股。不幸的是，美国航空集团公司从1990年开始进入困难时期，之后连续数年出现巨额亏损，公司也因此处于破产的边缘。1995年，巴菲特试图以最初买入价的5折出售这笔优先股，都无人问津。幸运的是美国航空集团公司最终还是从危境中缓过了一口气，巴菲特的这笔投资也并没有遭遇实质性的亏损。到1997年，公司奇迹般地实现扭亏为盈、浴火重生，不仅所有股息得以支付，而且股价也从4美元一路涨至73美元。尽管这笔投资最终还是给巴菲特带来了相当可观的盈利——累计收到的股息高达2.40亿美元，然而长达九年的提心吊胆却让巴菲特时常感叹“这笔投资是一个巨大的错误”。即使在多年之后，巴菲特对这笔投资依然是耿耿于怀。自此以后，他对航空业始终是冷眼相对。

金融海啸中频繁抄底

巴菲特饱受“惊吓”的主要原因就是这些公司的“护城河”并不坚固，从而让优先股投资的确定性根基产生了动摇。然而不管怎么说，终归还是有惊无险。尽管巴菲特在这两次优先股投资中受到了一些“惊吓”，但无论是投资所罗门公司还是美国航空集团公司，优先股最终还是让巴菲特在不利的形势下依然退可守——只要公司“一息尚存”就依然有可能反败为胜。正因为如此，巴菲特在2008年金融海啸中抄底最多的不是普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股，而是优先股。而这些优先股给巴菲特带来的收益也是相当惊人的。

2008年10月，为支持玛氏公司（Mars Inc.）收购美国箭牌公司（Wm. Wrigley Jr. Company），投入了65亿美元购买了44亿美元的次级票据（Subordinated Notes）与21亿美元的优先股，获得股息、利息及溢价收入共计38亿美元。

2008年10月，投资30亿美元购买了通用电气公司（General Electric）的永续优先股，获得股息及溢价收入共计12亿美元。同时，在5年内可以按每股22.25美元的价格买入30亿美元的普通股。

2009年2月，对瑞士再保险公司（Swiss Re）投资27亿美元，获得分红及溢价收入共计13亿美元。

2009年4月，对陶氏化工（Dow Chemical）投资30亿美元，获得股息及溢价收入共计10亿美元。

2011年8月，对美国银行（Bank of America）投资50亿美元，享受每年6%的固定股息，获得股息及溢价收入共计9亿美元。同时，巴菲特还可以在未来十年内以每股7.14美元的价格购买7亿股美国银行普通股。

除去对箭牌公司的投资，后面4笔投资再加上对高盛公司优先股的50亿美元投资，共计投入169亿美元，仅股息及溢价收入就高达67亿美元，回报率约40%。在2008年《致股东的信》中，巴菲特这样说道："我们购买了箭牌口香糖公司、高盛公司和通用电气公司发行的总计145亿美元的固定收益证券。我们非常喜欢这些本身就有很高收益率的证券，这样的收益率非常令人满意。"不过巴菲特想要的当然不仅仅是稳定的股息收益，还有优先股转换成普通股的权力。所以，他投资过的优先股要么必须自带转股功能——可转换优先股，要么必须附加转股权限——认购权证（Call Warrant）。

成功案例：高盛

2008年金融危机爆发之后，高盛公司也被卷入了雷曼公司破产所引发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的巨大漩涡之中。巴菲特乘虚而入，与高盛公司达成了一系列交易协议：（1）伯克希尔公司投资50亿美元，购买固定股息率为10%的高盛公司优先股；（2）同时获得认购权证，伯克希尔公司可以在投资后的5年内以每股115美元的价格购买50亿美元的高盛公司普通股。根据协议的约定，高盛公司在有盈利的情况下，必须每年按照10%的股息率向巴菲特支付股息。若高盛公司在某一年出现亏损以致无法派发股息，那么下一年必须先补足此前所欠的所有股息并派发当年的股息。在此之后，公司才能向其他普通股股东派发股息。显而易见，这笔投资同样具有明显的退可守的特征——巴菲特所购买的不仅属于强制分红优先股，也是可累积优先股。除非高盛公司破产，否则无论如何，巴菲特都能每年获得收益率为10%的股息。而鉴于高盛公司在美国金融界的地位，美国政府必然会给予保护以避免其破产。所以在2008年股市暴跌之时，巴菲特的这笔优先股投资几乎是没有风险的，是一笔包赚不赔的买卖。若是高盛公司一时难以扭转困局、股价依旧下跌，巴菲特则可以通过优先股股息获利，从而为抄底其他股票备足“弹药”；若高盛迅速摆脱危机、股价反弹，那么巴菲特可通过行使认购权证坐收其利。在2010年的伯克希尔·哈撒韦股东大会上，巴菲特这样形容这笔投资：“高盛公司每秒钟给我们支付15美元，嘀嗒、嘀嗒、嘀嗒（手表的声音）……我们可不希望这样的嘀嗒声离我们远去。”

2011年，元气恢复后的高盛以55亿美元的价格向巴菲特赎回了这批优先股，代价是多了10%的溢价。这笔优先股投资仅股息和溢价收入就给巴菲特带来了22.5亿的现金流，收益率高达45%。至2013年10月1日，巴菲特获得的认购权证即将到期行权。不过高盛公司突然有点“后悔”了，并于2013年3月与伯克希尔·哈撒韦公司协商并修改了原来的交易协议。根据新协议，伯克希尔公司放弃以每股115美元的价格认购4350万股高盛公司的普通股（这相当于高盛流通股数量的9%），而高盛公司则按照“2013年10月1日前10个交易日的收盘价平均值与权证执行价每股115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元之间的差价，乘以权证代表的4350万股”免费赠予伯克希尔公司等值的股票数量。最终，伯克希尔·哈撒韦公司免费获得了价值约14亿美元的1310万股高盛公司股票，持股份额减少至2.91%，成为高盛公司第六大股东。尽管这一持股比例远低于正常行权后的持股比例，但新的协议可以让巴菲特无须再掏出一分钱现金就成了高盛的大股东。这也意味着巴菲特通过这笔优先股投资，不仅收获了20多亿美元的现金流，还不花一分钱获得了近3%的高盛公司股权，获得的投资回报率超过70%。

制胜之道

尽管巴菲特对优先股垂爱有加，但也并非是任何公司的优先股他都会投资。通过分析既往的优先股交易记录可以发现，他投资优先股的逻辑和思路仍然是购买具有宽阔“护城河”的优秀公司。无论是吉列、箭牌口香糖，还是通用电气或者高盛，都是具有持续竞争优势的优秀企业，这些公司的“护城河”在长期的经营历史中已经被证实相当坚固和宽广。换句话说，选择投资这些优秀公司的优先股，其实就是一个稳赚不赔的生意。不过巴菲特真正看重的并不是优先股的固定收益，而是未来转换成（或认购）普通股之后所能够获得的股票长期收益。因此，巴菲特在优先股投资时间点的选择上和普通股投资也是如出一辙。他绝不会在这些优秀公司如日中天的鼎盛时期下手，而是在这些公司遭遇困境时趁火打劫。因为他在此时出手将占据交易的主导权，能够最大限度地争取各种权力和利益——包括向对方要求更高的股息率、更低的普通股转换价格或认购价格。事实证明，巴菲特这样投资优先股是非常有效的——不仅带来了滚滚财富，也让他无惧市场的风云变幻，并真正做到了“任凭风吹浪打，我自岿然不动”。

独门暗器之四：现货白银

不可否认，“股神”确实在白银投资上大赚了一笔，而这一举动也让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特背上了“虚伪的操纵者”“金融骗子”“阴谋家”等骂名。而巴菲特投资白银之所以颇受争议，是因为他对黄金一直持有“避而远之”的态度。现货投资界流行着这样一句行话，“黄金适合投资，白银适合投机”。既然巴菲特连黄金都看不上，为何又会选择投资白银，这不是“说一套、做一套”，又是什么呢？更有观点直言不讳地指出，巴菲特其实是通过囤积大量白银操纵国际市场银价才谋取了暴利。这些推论和观点虽然表面上看起来似乎合情合理，却经不起仔细推敲。如果撇开“阴谋论”“操纵说”以及“阳奉阴违”这些观点的迷惑，并仔细分析巴菲特投资白银的交易行为，你会发现：他只是在一个高确定性的时点上完成了一次高确定性的交易。

为什么选择白银

白银与黄金的区别

虽然白银一直被称为“黄金的影子”，但与黄金又有所区别。从产出方式来看，白银与黄金二者之间存在巨大的差异。白银的产出包括矿生银和再生银两大来源，但这两种方式都存在先天不足。矿生银来源于含有白银的矿石，但这种白银的产量存在很大的变数。因为单纯的原生银矿极其少见，绝大多数都是伴生银矿——与其他金属矿混杂相伴而存在。正因为如此，白银无法通过加大开采量而迅速提高产量。相反，黄金却可以。而再生银则是从含银的固体废弃物和含银废液（如银电镀液、摄影行业的定影液）等中回收获得，不仅工序复杂而且产量也不高。从需求结构来看，白银与黄金也不尽相同。根据2014年世界黄金协会发布的《黄金需求趋势报告》(Gold Demand Trends)，在黄金的总体需求中金饰需求占54.87%，投资需求占23.05%，央行储备需求占12.16%，工业需求仅占9.92%。而根据2014年世界白银协会的数据，银制品及首饰需求占23.50%，投资需求占19.39%，工业需求占57.11%。显而易见，白银在投资和央行储备等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求上要弱于黄金，但在工业需求上则远超黄金。据统计，工业需求在白银需求结构中的占比长期稳定在40%以上，主要包括电子电气行业、焊接合金及焊料、感光材料以及化工材料等方面。而由于白银的最主要需求是工业需求，因此工业需求也成了影响白银价格走势的最主要因素。

巴菲特投资白银的时代背景

自从国际白银价格在1980年创下了49美元/盎司的历史高价之后便开始持续走低，而矿生银产量也受此影响不断萎缩。在白银减产之初的数年之内，白银依然呈现为供大于求的状态。然而进入到20世纪90年代以后，长期的减产导致白银市场开始出现紧俏的局面。根据《1995年世界白银分析报告》（World Silver Survey 1995）披露的数据，在1990年至1994年的五年间，全世界白银需求总量比总产量高出了4.91亿盎司。到巴菲特1995年开始关注现货白银时，世界白银市场已经是连续第六年供不应求，全世界白银供需差额高达2亿盎司，连基本的工业需求都无法满足。至1997年时，白银的短缺状况进一步恶化，供需差额超过2.8亿盎司。而历史数据显示，全球工业化水平的不断提高导致白银的工业需求量从1987年的4.56亿盎司激增至1997年7.99亿盎司。如果这种情况持续下去，当时全世界剩余的白银总量也将在9年之后被消耗殆尽。

根据经济学中的供需动态平衡原理，白银的价格 = 使用价值 ×（需求量/供应量）。由于白银的使用价值是相对固定的，那么在需求量不断增长和供应量严重不足的情况下，白银的价格必定会出现上涨。因此，当白银的产量或库存不足以满足全世界每年工业的需求总量时，白银价格的上涨必然是板上钉钉的事。对于这样高确定性的机会，巴菲特自然不会放过。也正是基于这一理论基础，巴菲特才会在此时出手投资白银。为此，他在1997年《致股东的信》中这样写道："去年，我们购买了1.112亿盎司的白银。按市价标准，该头寸在1997年为我们贡献了9740万美元的税前利益。从某个角度来说，这仿佛又让我回到过去：30年前，我曾因为预测美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

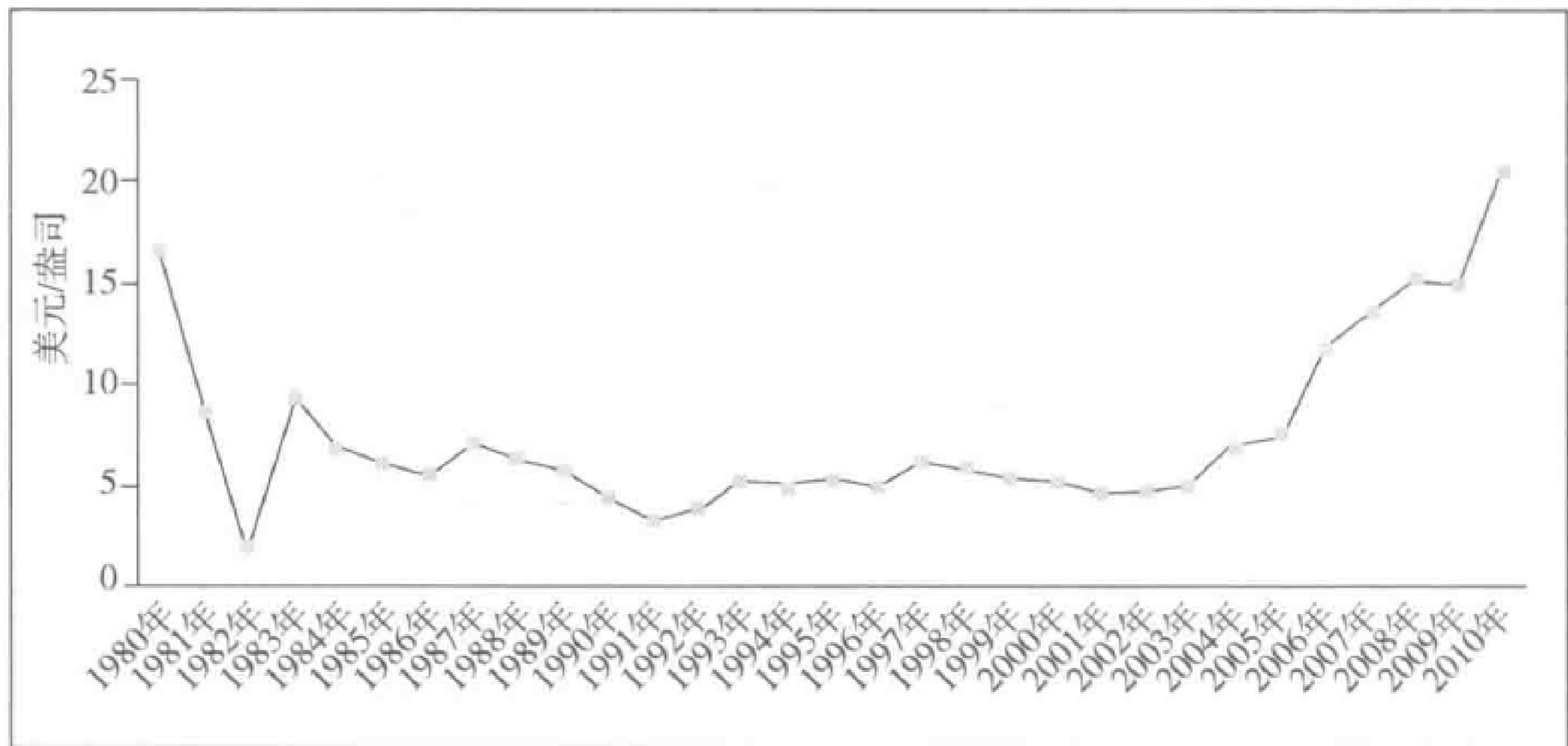


图 7-3　1980—2010 年国际白银平均价格

国政府将禁止其自由流通而买进白银。自此之后，我便一直追踪这种金属的基本面，只是并没有其他的买进动作。直到最近这几年，银条的存货突然大幅下滑，因而去年夏天查理和我断定白银的价格应该会上涨以建立供给与需求之间的平衡。需要指出的是，在我们对白银价值的计算中并未涉及通胀预期。"

操作手法

巴菲特于 1997 年开始大量买入现货白银，并在一年的时间里购买了约 1.1 亿盎司。到 1999 年时，巴菲特继续增仓白银至 1.3 亿盎司，约占 1999 年全世界白银总产量（5.47 亿盎司）的 1/4。不过在购买了大量白银之后，巴菲特并未急于脱手——如果以 10 年之期作为巴菲特长线投资的时间标准，那么他在白银投资上也同样做到了放长线钓大鱼。原因是国际现货白银的平均价格在长达 10 年（1995—2004 年）的时间里都是波澜不惊——价格基本稳定在 4 ~7 美元/盎司之间。显而易见，巴菲特坚信当时的白银价值一直在被低估。然而从 2005 年开始，国际银价一路走高，并在 2006 年 5 月攀升至 15.17 美元/盎司的高位。巴菲特认为，白银价格的过快上涨明显是被投机性买盘推高所致，而并非是由于白银需求量激增所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致。鉴于白银价格和价值出现了严重的背离，巴菲特从2006年初开始逐步减仓，并最终于5月11日清仓了所有的白银持仓。

在伯克希尔公司2006年的股东大会上，巴菲特在总结其白银投资的经验时说道："我们曾一度持有大量的白银，但是现在已经没有了。这个决定最初是基于——每年白银的需求量比矿生银和再生银的总产量高出1亿盎司。现如今（白银）消费需求已大幅萎缩，如摄影行业，该行业也能回收大量的再生银，抵销了白银的供应不足。白银的供需关系曾经是失衡的，那是由于亨特兄弟在20世纪80年代早期试图垄断白银市场时所导致的；而现在已经开采出不少的（白银），加上其他用途释放出来的大量白银——这样就能迅速地增加白银的供应。纯银矿山非常少见，大多数白银是其他矿产采掘时的伴生副产品，因此白银产量的提升也并不容易。我很早就认识到白银将会变得紧俏，于是我很早就买入并且卖得也很早。"显而易见，巴菲特当年投资现货白银并非是头脑发热，而是基于当时市场环境而做出的准确判断。如果说巴菲特投资股票是基于企业的基本面，那么他投资白银则是基于商品供求关系的基本面——在供不应求时买入，在供求平衡时卖出。

世人的种种"误解"

如果仔细分析巴菲特的交易记录你会发现，所谓的"阴谋操纵论"也就不攻自破了。首先，如果白银市场易于垄断操纵，为什么巴菲特在60多年的投资生涯中只参与过2次白银投资。如果你是一个有能力垄断并操纵白银市场的庄家，不会傻到有钱不赚吧？其次，巴菲特的这笔白银投资从买进到卖出长达十年之久。假设你是一位有能力操纵银价的"庄家"，你会等待十年之久才去操纵获利吗？假设巴菲特是通过所谓的"操纵"来拉高出货，为什么在他清仓白银之后国际银价却并没有暴跌反而频频创出历史新高，这又是什么高明的"操纵"手法呢？而除了"阴谋操纵"论，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有观点认为：巴菲特之所以能拥有现如今的财富，白银投资起到了至关重要的作用。那么，我们就来看看这笔交易在巴菲特当年投资中的仓位占比。1997 年底，巴菲特手中持有的现金、股票以及固定收益证券等投资类资产的总市值为 476.05 亿美元，1999 年底则达到 741.88 亿美元。然而在这笔 1.3 亿盎司的白银投资上，巴菲特总共投入了约 6.8 亿美元，买入价格平均为 5.23 美元/盎司。即使以 6.8 亿美元的总成本进行计算，也只占 1997 年伯克希尔公司所有投资资产（除并购交易以外）的 1.43%；而占 1999 年的则更少，只有 0.92%。即使当巴菲特于 2006 年以 15 美元左右的价格将白银抛出，也只为他带来了大约 13.6 亿美元的收益，仅占 2006 年伯克希尔公司 169 亿美元净收益的 8%。而除了巴菲特在“三十年前”投资过白银（具体金额不详），巴菲特在 2006 年之后就再也没有参与过白银投资。因此，无论怎么说，都无法让人相信白银投资在巴菲特的成功中占有多么重要的分量。

独门暗器之五：金融衍生品

在许多人心目中，巴菲特对金融衍生品（Derivatives）是深恶痛绝的。这种认识主要来源于巴菲特本人多年前曾撰写的一篇脍炙人口的文章——《金融衍生品是大规模杀伤性武器》。然而令人不解的是，数年之后，巴菲特自己也玩起了金融衍生品。

涉足金融衍生品的原则

在 2006 年《致股东的信》中，巴菲特对这个问题已经做出了解答：“你或许会困惑，为什么伯克希尔公司现在还要跟这些潜在的‘有毒物质’一起鬼混呢？答案是，金融衍生品也像股票及债券一样，常在价格与价值上出现离谱的偏差。因此，许多年来，伯克希尔公司在金融衍生品合约的投资上一向是有选择性的，且（种类）为数不多但有时金额却很庞大。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风控原则：小仓位

首先，巴菲特深知金融衍生品投资多为高杠杆交易，且往往需要承受比股票投资更高的风险，所以他首先会在金融衍生品的投资仓位上“做文章”。在2012年度的伯克希尔股东大会上，美国消费者新闻与商业频道（CNBC）电视台主持人贝基·奎克（Becky Quick）代表股东对巴菲特提问：“在您离去之后谁将掌管这些‘大规模杀伤性武器’?”巴菲特表示，虽然伯克希尔旗下的某些业务需要衍生品来进行对冲，而且他也不会阻止两名新任投资经理人托德·康姆斯（Todd Combs）或特德·韦施勒（Ted Weschler）从事衍生品投资，但衍生品投资并不会成为影响伯克希尔盈亏的主要决定因素。从巴菲特的回答中，我们可读出两个重要的信息：一是巴菲特将继续通过金融衍生品为伯克希尔公司的部分业务对冲风险；二是巴菲特投资金融衍生品的仓位占比较小，并不会成为决定公司盈亏的“主战场”。而这一点，也可以在伯克希尔公司的历年年报中得到印证。

风控原则：不熟不做、简单易懂

而在衍生品种类的选择上，巴菲特则依然坚持“不熟不做”的风控法则。常言道：“路熟才能车轻。”想要对一种衍生品做到驾轻就熟，就必须对它知根知底。而金融衍生品的“根底”，就是它的基础资产（underlyings）。顾名思义，“衍生品”的本意是指由原生事物衍变而产生的事物，而金融衍生品则是由基础资产衍生出来的交易形态。由于金融衍生品的本质只是一种金融合约——其价值取决于基础资产，所以判断基础资产是否健康是决定衍生品投资成功与否的关键。如果基础资产不健康，则衍生品投资便成了无根之木，有可能导致投资者承受腹背受敌的叠加风险——既有来源于高杠杆交易的风险，又有来源于不健康基础资产的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-3 常见的金融衍生品类型

	远期	期货	期权	掉期
股票	股票远期	股票期货	股票期权	股票掉期
债券	债券远期	债券期货	债券期权	债券掉期
利率	利率远期	利率期货	利率期权	利率掉期
货币	货币远期	货币期货	货币期权	货币掉期
商品	商品远期	商品期货	商品期权	商品掉期

一般来说，金融衍生品的基础资产大致可以分为股票、债券、利率、汇率和商品五大类，而每种基础资产又可以衍生出远期（Forwards）、期货（Futures）、期权（Options）和掉期（Swap）四种合约，如表 7-3 所示。在这 5 大类 20 种衍生品合约的基础上，又可以衍生出更多种类的“第二代”甚至“第 N 代”的衍生品。在 2008 年《致股东的信》中曾这样写道：“当伯克希尔公司于 1998 年收购通用再保险公司时，我们知道我们无法真正了解该公司同 884 个交易商达成的 23218 份衍生品合约（其中很多交易商和衍生产品我们听都没听过）的内涵。因此我们决定不做这生意。尽管我们在退出时不用承受任何压力并且是在市场处于良性运行状态时完成的交易操作，但完成这项任务依然耗费了我们大约五年的时间并让我们蒙受了超过 4 亿美元的损失。”从巴菲特的这段话可以看出，那些复杂难懂的金融衍生品就是一颗颗“定时炸弹”，随时能将你置于危险之中。只有选择一种简单易懂的金融衍生品，才能让你更快地做到熟门熟路，并减少各种潜在的投资风险。

期权

什么是期权

期权，又称选择权。虽然期权交易早在古希腊时期就已经被用来规避橄榄油交割时的价格风险，但直到 1973 年芝加哥期权交易所开张，它才正式成为一门大生意。从广义上来说，期权是一种对基础资产未来价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“保险”，在一定程度上可以把它和现实生活中的保险进行类比。假设你花1000元买了一份1年期保额为10万元的车损险。若受保车辆在一年内确实遭遇了理赔范围内的损失，那么就能获得保险公司最多10万元的赔偿。若一年之内没有发生任何意外，那么你损失的不过是1000元的保费。以“浪费”1000元保费换取10万元高额赔偿的保障，保险显然是属于支出和回报极为不对称的一种金融产品。而期权作为一种金融市场的“保险”工具，也具有类似的功能。

例如，截至2014年12月31日，中国A股上证综指报收于3234.68点，年度涨幅高达52.87%。这时候，投资者就可能会产生矛盾的心态——既担心大涨之后见顶回落导致收益回撤，又怕抛掉后股市继续上涨踏空。这个时候就需要期权来发挥它的“保险”作用，以弥补投资上的“意外事故”所带来的经济损失。那么具体应该怎么做呢？这就不得不从期权的类型和交易方式谈起。在金融市场上，除了一些特殊类型的期权，如路径相关期权（Path - dependent Options）；常见的期权类型主要有两种——认购期权（Call Options）和认沽期权（Put Options），其交易方式则包括四种：买进认购期权、买进认沽期权、卖出认购期权、卖出认沽期权。

如果投资者继续看好后市，但又害怕市场见顶回落，应该怎么做呢？一般而言，他可以选择买进认购期权与卖出认沽期权两种交易方式。而这两种交易方式，哪一种更好呢？这恐怕是一个仁者见仁、智者见智的问题。不过巴菲特更喜欢后者，因为他在整个投资生涯中曾多次卖出认沽期权以放大收益。其中，最为世人所称道的案例之一就是他在1993年通过卖出可口可乐股票的认沽期权盈利了数百万美元。

成功案例：可口可乐

1993年4月2日，万宝路（Marlboro）香烟公司发布了著名的“万宝路星期五”（Marlboro Friday）公告——万宝路香烟降价20%。公告一经发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，包括可口可乐在内的一些著名公司的股价应声而落。就在可口可乐公司的股票被市场大肆抛售的时候，巴菲特却坚信可口可乐公司的股价不会跌破每股35美元的市场价位。于是巴菲特开始盘算如何利用市场的非理性行为大赚一笔“横财”，最终他把目光投向了认沽期权。同年4月，巴菲特以每份1.50美元的价钱卖出了300万份可口可乐股票的认沽期权合约，他赌可口可乐的股价在当年12月17日（期权到期日）这一天不会跌破35美元。不久，巴菲特又追加卖出200万份相同协议内容的认沽期权合约，共计500万份。在这笔交易中，若可口可乐公司的股价在到期日当天仍高于35美元，那么这份期权就是废纸一张，而巴菲特则可以获得合约购买者所提前支付的750万美元（1.5美元×500万份）期权权利金（Premium）（有点类似于保险浮存金）；倘若届时的股价低于35美元，则巴菲特就必须按照35美元的价格购买500万股可口可乐公司的股票。不过由于之前已经收取了每股1.5美元期权金的原因，所以只有当可口可乐股价跌破33.5美元时，巴菲特才会真正遭遇亏损。最后，这笔期权交易以巴菲特赚得了750万美元而告终。

然而不得不说，尽管巴菲特赢得了这次“赌局”的最后胜利，但我们也应该看到这种交易方式其中所蕴含的风险。在卖出认沽期权的交易中，倘若可口可乐公司的股价在到期日当天低于每股35美元，不管它当时的市场价格有多么低——哪怕跌到1美分，巴菲特也必须以35美元/股的价格收购合约购买者手中的可口可乐股票。如果他选择的是一家自己根本不了解的公司进行期权交易，所面临的风险无疑是巨大的。正如巴菲特所说：“风险源于你不知道自己在做什么。”

不过对于巴菲特来说，这笔交易的风险却是他完全可以承受的。首先，35美元的期权行权价格肯定不是随便给出的，而是“老奸巨猾”的巴菲特深思熟虑后的结果。而更重要的是，巴菲特在这笔期权投资中选择了他最为熟悉的可口可乐公司——这可以说是支撑他参与这笔投资最大的底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气。事实上，巴菲特早就有增持可口可乐公司股票的意愿。自从他在 1988 年与 1989 年大笔买入可口可乐公司的股票之后，就一直再也没有增持的动作。从当时的基本面来看，可口可乐公司的业绩依然保持着强劲的增长势头——1992 年可口可乐销量首次突破 100 亿箱，占全世界软饮料市场的 45%。但另一方面，可口可乐公司的股价却一直没有很大的起色。对巴菲特而言，如果股价跌破 35 美元，那么相当于他在每股补贴了 1.5 美元的基础上去增持可口可乐公司的股票；如果跌不破，那么赚取 750 万美元的期权金也相当不错。所以对于一个准备长期持有可口可乐股票的投资者而言，这种投资方式可以说是“涨跌两相宜”。

股票指数期权

而除了参与个股的股票期权，巴菲特在期权投资生涯中留下的最浓墨重彩的一笔当属十年之后的股票指数期权（Equity Index Put Options）交易。从 2004 年开始，巴菲特陆续卖出大量股票指数的认沽期权合约，“豪赌”全球股市的未来。2008—2009 年，巴菲特卖出的股指认沽期权规模达到了巅峰。根据 2008 年的年报所示，伯克希尔公司共卖出 371.3 亿美元的认沽期权合约，收到买方支付的期权权利金共计 49 亿美元。尽管公司在这一年遭遇了高达 50.3 亿美元的浮亏，但是巴菲特对这笔“豪赌”依然是信心满满。

表 7-4 2004—2012 年伯克希尔公司股指期权持仓（单位：亿美元）

年	股指期权负债（Liabilities）	名义价值（Notional Value）	账面盈利	期权权利金
2004	3.8	46.3		
2005	15.9	144.9		
2006	24.4	211.6	0.64	
2007	46.1	350.4	-2.83	45
2008	100.2	371.3	-50.3	49
2009	73.1	379.9	27.1	48
2010	67.1	338.9	1.7	42

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	股指期权负债 (Liabilities)	名义价值 (Notional Value)	账面盈利	期权权利金
2011	85.0	340.1	17.9	42
2012	75.0	333.6	10.0	42

那么，巴菲特的自信究竟从何而来呢？首先，让我们将目光转向巴菲特所卖出的股指认沽期权合约。这些合约涉及全球四大股票价格指数，分别为美国的标普 500 指数（S&P 500 Index）、英国的富时 100 指数（FTSE 100 Indicative Index）、欧盟的欧洲斯托克 50 指数（Eurostoxx 50 Index）和日本的日经 225 指数（Nikkei 225 Stock Index），且合约的期限均在 15 年以上。巴菲特坚定地卖出 15 年以上的认沽期权，意味着他已经成为全球股票市场上彻彻底底的长期"死多头"。而他之所以敢这么做，当然不是意气用事，而是基于"宏观经济学之父"约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）提出的"长期好友理论"——世界经济会越来越繁荣，股价指数的长期趋势也会随着经济发展而逐步趋升。由于深受凯恩斯思想的熏陶，巴菲特一直对美国及美国经济的长期前景抱有"百分百的信心"。他曾多次表示自己与伯克希尔公司的成功，正是搭了美国经济和投资环境的顺风车。即使当美国经济在 2008 年的金融海啸中挣扎时，巴菲特也从未靠做空股市而获利。他还警告那些参与做空交易的投机者，"实际上，在过去 238 年的历史中那些做空美国的人又有谁最终受益了呢？"

自信满满背后的逻辑：基于确定性的机会

或许有人会问：既然巴菲特是一个长期看多市场的投资者，那他为什么不选择买入认购期权以获取更大的收益呢？因为尽管卖出认沽期权和买入认购期权一样都是"看多"，但卖出认沽期权却是一种更为保守的锁利策略。从理论上来说，买入认购期权的亏损和收益关系是亏损有限，收益无限；而卖出认沽期权则是亏损有限，收益却也有限。因此，如果巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2008年至2009年的股市大暴跌中选择买入认购期权，可能会获得更高的利润。不过在巴菲特看来，这种交易方式却未必是最好的选择。他之所以不选择买入认购期权合约，一个重要原因就是期权合约的买方需要提前向卖方支付权利金。而如果选择卖出认沽期权，巴菲特作为卖方则可以提前获得一笔权利金，他自己则不用付出一分钱现金！如此一来，这笔提前获得的权利金实际上就变成了一笔可以被长期使用的期权“浮存金”——可以用来投资与并购，作用类似于我们所熟知的保险“浮存金”。如果以巴菲特过去52年的年均收益率19.0%计算，这笔49亿美元的期权“浮存金”在15年之后将增值到666亿美元。即使当时的四大股指全部跌至零点（全部下跌了100%，这显然是不可能的），巴菲特最多也只要赔付371.3亿美元，远低于666亿美元。考虑到伯克希尔公司的投资回报率会随着资金规模的逐渐增大而不断降低，并且巴菲特到时也可能已经“驾鹤西去”（若到2028年巴菲特已是98岁高龄），我们不妨将其年均收益率“打对折”降低至10%。即便如此，49亿美元在15年之后也将变为204.69亿美元。这意味着在到期日当天，四大股指要比合约生成时的指数点位低55%（204.69/371.3）以上，巴菲特才会出现真正意义上的亏损。而考虑到这些合约基本上都是在2008—2009年股市暴跌之后所卖出的，所以出现“大幅低于合约卖出时的指数点位”这种极端情况的概率几乎为零。如果在到期日（Expire Date）当天指数仍高于合约的行权指数点位，则这些使用权利金投资15～20年所产生的收益全部都归巴菲特所有。最关键的是，他自己一分钱都没花。

当然，还有一点也很重要。巴菲特卖出的认沽期权存续期都是15～20年，合约到期日基本上都在2019—2028年——首个到期日是2019年9月9日，最后一个是2028年1月24日。这些认沽期权的行权只以到期日的指数点位为准，在此之前合约的买方不能提前行权。由于不能提前行权，在期权合约存续期间出现的任何账面收益或损失都是没有实质意义的。伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔公司年报中提到的所谓亏损，也仅仅是按合约当时的市场公允价值计算得出的账面损失，而不是实际损失。换句话说，在合约到期日之前相应的股指即使真的跌至零点，只要能在到期日等于或高于合约生成时的点位，巴菲特就不用赔付一分钱。正因为如此，巴菲特在金融危机中面对数十亿美元的账面损失时，才能做到“泰山崩于前而色不变”！

通过上述分析，你或许就能更好地理解巴菲特在 2008 年的《致股东的信》中所说的这段话：“我们的衍生品交易要求我们的交易对手方在合约生成时就付款。这笔钱因而一直握在伯克希尔公司手中，这让我们并未承担任何真正意义上的违约风险。在年末之时，我们收取的资金减去我们付出的损失——可以称为我们的衍生品‘浮存金’，共计 81 亿美元。这些浮存金和保险浮存金类似：即使我们在一项潜在的交易中不赚不赔，我们也已将这笔免费的资金享用了许久。虽然不能完全肯定，但我们期望我们会比不赚不赔做得更好，而基于这笔资金赚得的大量投资收入则犹如锦上添花。”

在这封信中，巴菲特还举了一个极端的例子来阐述股指期权的风险与收益：“假设我们卖出一份价值 10 亿美元、期限为 100 年的标准普尔 500 指数的认沽期权合约，行权价为 903 点（2008 年 12 月 31 日指数报收的点位）。基于长期合约假定的隐含波动率（Implied Volatility），并结合假定的适当利息和股息，就能通过 Black - Scholes 期权模型计算出该合约的权利金大约为 250 万美元。……在已经过去的 20 世纪，道琼斯工业指数翻了 175 倍，这主要是由于公司留存收益这一因素的推动。即使将所有的情况考虑在内，我依然坚信在一个长达 100 年的时期内指数下跌的概率远远小于 1%。不过我们如果要使用这一数据并假定一个最可能出现的下跌幅度——50%。基于上述这些假设，我们合约损失的数学预期值将为 500 万美元（10 亿美元 × 1% × 50%）。但如果我们已经预先收取了 250 万美元的权利金，我们只要取得年复合收益率仅为 0.7% 的投资回报，就能覆盖预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的损失。……难道你会不愿意借一笔期限100年而利率为0.7%的钱?"

可以看出，"不走寻常路"的巴菲特在期权交易中依然采用了独辟蹊径的投资思路。他所运用的期权交易策略，是基于对确定性机会的思考，并结合自己对期权特性的深刻理解而形成的。巴菲特之所以对卖出认沽期权情有独钟，也符合他一贯的投资思路——获得认沽期权的权利金，可以增加手中的现金流。因为不论何时何地，现金流永远都是巴菲特的最爱。

期货

什么是期货

如果从字面上来解释，"期"就是时间，"货"就是货物，期货可以简单理解为在未来某个时间买卖的货物，因此需要提前预订。而提前预订自然需要缴纳押金（类似于购房时交的订金），不然你反悔不要了怎么办?当你缴纳了押金之后，对方就会给你一张契约，上面注明货物的种类、价格、数量以及交货日期。实际上，这就是最初的期货交易形式，它的历史最早可以追溯到古希腊和古罗马时代的易货交易。而随着这种契约行为日益复杂化，逐渐演变成我们今天所熟知的现代期货交易。但无论交易方式如何变化，最初期货交易中所包含的基本思想和要素却始终没有改变。因此，一些现代期货交易中的现象也可以用最初的交易方式来解释。例如，现代期货中标准合约的买卖其实就相当于在转让预订"货物"（商品或股指、外汇、利率）的契约；交货日期在现代期货中则称为"交割日期"(Delivery Date)；最初期货交易中的押金变为现代期货交易中的保证金(Margin)，二者都只需要支付一定比例的资金（一般为5%~20%）即可获得交易的权利；我们常常听到的"爆仓"（亏损大于保证金所致），就可以理解为你缴纳的押金不够，导致你的买卖资格被取消了。不过与最初的期货交易方式相比，现代期货投资的独特魅力在于允许杠杆交易以及双向交易——可以买多也可卖空。当然，这些交易特征在成倍放大收益的同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，也让期货交易蕴含巨大的风险。

长线投资原则

即使是在期货这种高风险交易品种上，巴菲特依然坚持长线的投资原则，而从未参与短线或超短线交易。这方面最好的例证，当属巴菲特最为著名的期货交易案例——他于20世纪90年代参与的原油期货投资。在1997年伯克希尔公司《致股东的信》中，巴菲特披露了这笔原油期货的交易细节："截至年底，我们总共有三项非常规持仓。第一个是1400万桶原油的衍生品合约，这是我们在1994—1995年所建立的4570万桶原油仓位的结余。在1995—1997年已经平仓的3170万桶原油合约，为我们贡献了6190万美元的税前收益。我们剩余的合约将在1998—1999年陆续到期。在这些合约中，我们到年末时已获得了1160万美元的尚未兑现收益……当我们建立这些合同时，石油期货交割价格有些被低估。不过现在，我们已经不认为价格还存在着吸引力。"

从这段话可以看出，巴菲特这些期货合约的建仓时间是1994年至1995年，1996—1997年上涨后获利了解，平均持有时间为2年。这个时间长度虽然在股票投资上并不算长，但在期货投资上却完全可以算得上是长线投资了。当然，巴菲特之所以敢如此"任性"地参与期货交易，最重要的一点就是他非常了解自己所交易的是什么。熟悉他的人都知道，巴菲特最熟悉的一件"商品"应该就是石油。石油作为当今世界最主要的能源之一，既是自然资源又是商品，更是世界各国共同关注的重要战略物资。因此，石油同时具有金融与政治属性，其价格的波动也与全球经济状况息息相关。也正是由于石油具有这些独特的属性，巴菲特才会对石油始终恋恋不舍——他不仅在中石油上取得过巨大的成功，也在康菲石油上"败走麦城"，还在菲利普斯66石油、埃弗森美孚石油等股票上赚得盆满钵满。如此一来，巴菲特敢在原油期货交易中"玩长线"也就是情理之中的事了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持不熟不做

正如他在信中所给出的解释，自己之所以在1994—1995年投资原油期货，是因为当时的原油期货价格被低估。基于国际原油市场的历史信息，我们能够重现这笔投资当时的交易背景：由于供大于求和需求不振，世界原油价格从1992年开始出现下降趋势。而在经历了1993年的油价暴跌之后，布伦特原油期货价格在1994年初首次跌至5年来的最低点——每桶12.93美元，之后国际原油市场持续低迷。然而巴菲特深知，由于石油具有不可再生性，且是现代工业文明中不可或缺的重要能源，不可能长期持续被低估。事实证明，巴菲特的推断是非常正确的，从1996年开始，石油价格一路走高，到1997年初油价已经突破了26美元/桶，上涨幅度超过100%。而这也刚好符合巴菲特在信中的描述——他在1994—1995年建立的4570万桶原油期货，近70%的原油期货持仓在1996—1997年的油价上涨过程中被抛售。巴菲特在投资原油期货上的成功再一次表明，只有在自己理解力允许的范围内投资才会有最大的胜算。因为只有在那些自己能够深刻理解的交易中，你才有可能发现和把握真正的高确定性机会。

远期与掉期

巴菲特的远期与掉期投资，主要集中于外汇投资领域。因此，我们在谈论这两大类衍生品投资之前，先来简要了解一下巴菲特的外汇投资。

外汇投资

谈到外汇投资，绝大多数人首先想到的自然是因豪赌100亿美元做空英镑而一战成名的乔治·索罗斯。与之相比，世人对巴菲特外汇投资的关注却少得可怜，其中一个重要原因就是二人的外汇投资风格截然不同——索罗斯“快准狠”的犀利手法无疑更能吸引世人的目光，而巴菲特“放长线钓大鱼”的策略却很难博得大多数人的“欢心”。不过就盈利能力而言，巴菲特在外汇投资上的收益并不逊色于索罗斯。1992年，索罗斯通过狙击

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英镑战胜了英国央行，并成功赚到了20亿美元。而巴菲特基于中长线（投资周期约为5年）外汇投资策略，同样也获得了不菲的收益。2006年，巴菲特将他从2002年开始建立的大量外汇头寸全部清空，从而为伯尔希克公司带来了整整22亿美元的收益，其中仅欧元一项的获利就高达8.39亿美元。

表7-5　2002—2006年巴菲特外汇投资的收益（单位：百万美元）

币种	收益	币种	收益
澳大利亚元	247.1	墨西哥比索	106.1
英镑	287.2	新西兰元	102.6
加拿大元	398.3	新加坡元	-2.6
人民币	-12.7	韩元	261.3
欧元	839.2	瑞士法郎	9.6
港币	-2.5	台币	-45.3
日元	1.9	各种外汇期权	22.9
共计		2213.1	

通过分析伯克希尔公司的投资交易记录，笔者发现2002—2006年是巴菲特外汇投资的一个高峰期。在此期间，巴菲特持有的外汇头寸包括至少13种货币的直接外汇（Direct Foreign - exchange）头寸以及各种外汇期权（Foreign Currency Options）头寸。对于在外汇市场上的这次主动出击，巴菲特在2003年《致股东的信》中这样写道："2002年我们进军外汇市场是我生平第一次，并在2003年进一步扩大了手中的外汇头寸，因为我越来越看空美元……我们已经并将继续把伯克希尔公司大部分资本净值押注在美国的各类资产上。然而近年来，我们国家的贸易赤字迫使世界上其他国家不断地摄取美国的债权与资产。曾经一度，外国对于这些资产的需求使得这种供给很容易就被消化掉了。然而到了2002年，全世界（对这种供给）开始难以下咽，并使得美元相对于各大主要货币开始出现贬值。即便如此，通行的汇率并不能有效地解决我们的贸易赤字。所以不论外国投资人是否情愿，他们仍将会被美元的洪流所包围。其结果是任何人都能猜到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，而且可能会很棘手——扰动外汇市场，但实际上的影响又不仅仅局限于外汇市场。”

不难看出，巴菲特之所以在此时参与外汇投资，主要原因是由于他担忧美国的贸易赤字会继续不断增长。事实上，从20世纪90年代后期开始，美国的贸易赤字就一直居高不下——2000年的贸易赤字高达3697亿美元，创出历史新高；2002年，这一纪录再次被刷新，贸易赤字激增至4890亿美元，占美国当年GDP的4.7%。了解外汇交易的投资者都清楚，一个国家的国际贸易状况是其外汇汇率的重要影响因素。当一个国家出现了严重的贸易赤字，就要在市场上卖出本国货币以购买他国货币来支付进出口贸易中的债务。这样做则会使本国的财富流向国外，从而使本国经济由强转弱。而为了避免出现这种状况，政府就不得不采取措施使本国的货币贬值。一旦货币贬值，也就相当于使出口商品降价，从而提高了本国出口产品的竞争优势。因此，当美国外贸赤字节节攀升时，美元贬值的预期也就越发强烈。而巴菲特在此时选择买入其他国家的货币自然是十分正确的策略，并最终让他获利丰厚。

以外币计价的资产

除了直接持有外汇以及外汇期权合约，巴菲特外汇投资的另一大获利渠道就是购买以外币计价的资产。同样也是在2002年，巴菲特开始买入以欧元计价的债券。截至2003年底，共投入了约10亿美元的资金，这其中还包括著名的安然公司（Enron）和亚马逊公司发行的垃圾债券。在2006年伯克希尔公司股东大会上，巴菲特谈及了对安然公司垃圾债券的投资：“我们购买了很多安然公司的债券（发行代号为‘鱼鹰’）。‘鱼鹰’债券的情况很复杂，但我们依然让我们的投资本金增长至原来的三倍多。”而在2007年《致股东的信》中，巴菲特在总结投资亚马逊公司垃圾债券的经验时写道：“以欧元计价的亚马逊债券对我们有着更大且重要的吸引力。在2002年我们买入（债券）时1欧元可兑换95美分。因此，我们实际的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付成本是1.69亿美元。现在该债券的市场售价是面值的102%，且1欧元能兑换1.47美元。2005和2006年，我们所持有的一部分债券被（亚马逊公司）赎回并因此获得了2.53亿美元。在2007年底，我们手中还剩有价值1.62亿美元的债券。我们已兑现和未兑现的收益共计2.46亿美元，其中大约1.18亿美元的收益归功于美元的贬值。外汇的确很重要。”

2006年之后，巴菲特的外汇投资策略逐渐由早期的持有直接外汇头寸为主，逐渐转变为以购买他国货币计价的股票与金融衍生品等权益类资产为主。到2007年底，巴菲特仅持有一种直接外汇，而且是一种极为冷门的外币——巴西雷亚尔（Brazilian real）。而我们之前曾经谈到过，巴菲特投资了全球四大指数的股指期权。在这些期权合约中，除标普500指数期权以外，其余三大股指期权的交易均是以外汇计价的。而除了这些以外汇计价的股指期权，在巴菲特的外汇金融衍生品交易中占比最大的当属远期和掉期。

远期与掉期的运用

远期与掉期是近年来迅猛发展的两种非上市交易的金融衍生产品，是金融机构规避风险的重要工具。远期是一种相对简单的金融衍生工具，即买卖双方当事人约定在未来某一时刻以约定价格买卖约定数量的金融资产。事实上，现代期货就是从远期发展演变过来的，我们在前面提到的最初的期货交易方式其实就是远期。因此，你可以将远期理解为一种场外交易的“原始期货”买卖方式。现代的远期交易已经逐渐演变成一种保值工具，用来消除未来资产交易的不确定性。说完了远期，我们再来看看掉期。掉期是指交易双方约定在未来某一时期内相互交易具有相等价值金融资产的合约，以货币掉期、利率掉期与商品掉期最为常见。掉期交易的操作是一种复合对冲交易——近期（即期）交易与远期交易同时进行，其目的是转换风险。在交易方式上，掉期与远期合约一般都是通过一对一的场外交易而达成的，且采取的是非标准化合约。相对于在交易所中买卖标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化合约的期权和期货来说，它们的流动性也更小一些。然而恰恰是因为远期与掉期采用了非标准化合约和场外交易，所以才能使买卖双方可以根据各自的需求灵活地达成个性化的合约。

巴菲特的外汇远期与掉期交易，从他首次进入外汇市场时就已经开始了。2002—2003 年，巴菲特建仓的各类外汇合约总额累计约为 120 亿美元，其中外汇远期合约占了绝大多数。2002—2004 年，外汇远期合约为伯克希尔公司分别带来了 2.97 亿美元、8.25 亿美元、18.39 亿美元的投资收益。2004 年的投资收益之所以如此之高，因为巴菲特在这一年里又增加了近 100 亿美元的外汇远期合约持仓。随后由于全世界几大主要货币在 2005 年相对美元出现了一定幅度的贬值，巴菲特持有的外汇远期与掉期合约也开始逐渐减少。据 2007 年伯克希尔公司年报所示，2005 年底，公司所持外汇远期合约的名义价值（Notional Value）为 140 亿美元，到 2006 年底则只有 10 亿美元，到 2007 年底已经基本获利了结。

多管齐下：利率工具

除了外汇投资，在实现资产保值方面巴菲特还会经常使用另一大工具——利率。通过分析伯克希尔公司的历年年报，我们可以发现：巴菲特通常会将利率掉期和外汇掉期结合起来用于资产保值。根据 2004 年伯克希尔公司年报披露的信息（见图 7－4），利率掉期与外汇掉期这两项名义价值之和在 2003、2004 年末分别为 3338.42 亿美元与 1531.85 亿美元。由此可见，远期与掉期这两种灵活的金融衍生工具在巴菲特的投资体系中同样也占有一席之地，不仅能进行具有针对性的风险管理，还能提高资金的利用率。

从巴菲特的衍生品投资记录来看，他早已不再是简单地追求单一衍生品的投资交易，而是将各种衍生品工具与多种投资交易形式进行深度融合，形成“复合式”投资。这样就能实现“双管齐下”甚至“多管齐下”，在提高投资收益的同时也能使投资风险大大降低。当然，我们必须明白，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A summary of the fair value and gross notional value of open derivatives contracts follows. Amounts are in millions.

	December 31, 2004			December 31, 2003		
	Trading Assets	Trading Liabilities	Notional Value	Trading Assets	Trading Liabilities	Notional Value
Foreign currency forwards	$ 1,767	$ 6	21,445	$ 635	$ 6	11,347
Interest rate and foreign currency swaps	6,043	7,651	153,185	11,426	11,623	333,842
Equity options written and purchased	69	380	4,626	185	396	3,940
Foreign currency options written and purchased	343	352	6,083	435	813	9,359
Interest rate options written and purchased	500	893	28,961	2,024	2,793	92,912
	8,722	9,282		14,705	15,631	
Adjustment for counterparty netting	(4,488)	(4,488)		(10,186)	(10,186)	
Trading account assets and liabilities	$ 4,234	$ 4,794		$ 4,519	$ 5,445	

图 7－4　2003 年与 2004 年末伯克希尔公司金融衍生品的持仓规模

这种“复合式”投资能降低巴菲特的投资风险，但对你却未必能奏效，因为这种综合产物是巴菲特对衍生品特性、市场规律以及自身的风险偏好等诸多因素进行长期深入思考的结果。因此，普通投资者切不能刻意模仿操作，否则一旦操作不慎，极有可能会造成“复合式”的严重亏损。对于那些一知半解而盲目参与的投资者来说，这种衍生品交易真的有可能成为致命的“大规模杀伤性武器”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
“下注手法”

知止而后有定，定而后能静，静而后能安，安而后能虑，虑而后能得。

——《礼记·大学》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

巴菲特不仅是资本市场上的“玩主”，也是赌桌上的常客。他最喜欢的一项活动就是桥牌——每周花在玩桥牌上的时间要超过12个小时，并经常与比尔·盖茨等富豪一起玩牌，是一位名副其实的世界级桥牌玩家。巴菲特不仅自己喜欢玩，还建议年轻人打桥牌。因为桥牌和投资一样，都是一项“智者”的游戏。正如巴菲特自己所说的：“我们对待投资的战略与我们解决桥牌问题的方法是一样的：都是通过估算真正的概率。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何下注才是正确的呢？这是一个令古今中外无数投资者和赌徒绞尽脑汁并孜孜以求的问题。想要在这些博弈中永远立于不败之地，就必须找到一种最优的下注方式——既能让自己永远不会输光，又可以使本金快速地增长。

巴菲特下注的精妙之处，在于审时度势、知己知彼。所谓“审时度势”，就是观察研究股市的“时局”，分析变化趋势，在筹码下注之前必须对投资活动所面临的“时”和“势”要有一个清晰的判断。如果通过“审时度势”没有找到很好的投资机会或对投资机会没有很大的把握，巴菲特下注通常都非常谨慎且往往是以守为攻、以退为进。

而所谓“知己知彼”，则是指在投资中应该透彻了解“敌我”双方的情况，也就是要透彻了解客观因素与主观因素。客观因素就是市场环境的“时”和“势”，因此审时度势就是“知彼”；而主观因素则是投资者自身的知识、经验、能力、资金等个人的“软硬件水平”。因此，“知己”用通俗的话来说就是“掂量一下自己有几斤几两”。在“审时度势”阶段只能确定下注的时机以及方式，而只有达到“知己知彼”的境界才能最终确定下注的金额和仓位比例。因为只有真正根据主、客观实际情况而制定的下注策略，才有可能做到无往而不胜。

保住本金

投资最重要的事情

毫无疑问，每一位进入资本市场的投资者都希望自己手中的资产尽可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能快地增值。然而现实情况却是，市场上为了博取高收益却最终一败涂地的投资者比比皆是。这些投资者之所以落得如此下场，主要是因为他们对股票市场缺乏清醒的认识。股市虽被认为是一个赌场，却又不是一个一般的赌场，它有自己独特的博弈方式。长期混迹于股市的人都清楚，股市在短期内基本上就是一个财富的零和游戏（Zero－sum Game）。这个游戏本身并不能创造任何财富，它的基本功能是聚集、转移和再分配财富。通俗一点说，游戏者有输有赢，而所有赢家的获利总和基本等于所有输家的损失总和。你在股市里所赚的钱并非源于企业本身所创造的财富，而是其他投资者所亏的钱。如果再除去政府的税收、交易佣金、中介机构的收入等各种成本，股票交易短期来看其实是一个负和的博弈游戏。

那么，投资者如何才能在这样一个零和甚至负和的赌局中胜出呢？答案就是，通过仓位管理保住你的投资本金。“留得青山在，不怕没柴烧。”本金就好比投资的种子，没有种子便无法播种，收获更是无从谈起。因此，巴菲特曾多次强调：要尽量避免风险，保住本金！

如何才能保住本金

不少人错误地认为，巴菲特所说的“保住本金”就是套牢硬扛、永不割肉。这种错误的看法，源于我们从未站在仓位管理的角度来思考巴菲特的这个原则。通过分析巴菲特的投资行为，我们可以发现：他所说的“保住本金”并不是指必须确保每一次交易时时刻刻都不亏损，因为那是任何人都不可能做到的。实际上，巴菲特本人也承认自己经常在投资上犯错，无法保证每一次投资都能稳赚不赔。尽管如此，他依然能通过仓位管理以确保自己的投资在总体上不发生亏损。那么，他具体是如何做的呢？我们还是先来做几道小学难度的数学计算题。

我们之前提到过，巴菲特投资华盛顿邮报公司时曾遭遇了长达四年的亏损，亏损幅度最大时高达40%，且股价长期低迷。

假设1：巴菲特将全部的本金一次性下注在这一只股票上，结果当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能是满仓套牢四年。

假设2：巴菲特将50%的本金一次性下注在这一只股票上，将另外50%的本金投资在年利率为5%的债券上，则巴菲特在四年间最高只要承受17.5%的本金亏损。

假设3：巴菲特将25%的本金一次性下注在这一只股票上，将另外75%的本金投资在年利率为5%的债券上，则巴菲特在四年间最高只要承受6.25%的本金亏损。

假设4：巴菲特将10%的本金一次性下注在这一只股票上，将另外90%的本金投资在年利率为5%的债券上，则巴菲特的本金在四年间总体上都不会发生亏损。

假设5：巴菲特将10%的本金一次性下注在这一只股票上，将另外90%的本金用于企业并购等投资，每年获得15%的平均收益率，则巴菲特在四年间不仅不会发生亏损，还能在总体上实现盈利。

那么，真实的情况又是如何呢？从仓位占比来看，1972年末伯克希尔公司的账面价值为8300多万美元，而1973年巴菲特耗资1100万美元购买的华盛顿邮报公司股票约占公司净资产的13%。这意味着，高达40%的亏损实际上只能给伯克希尔公司带来5%左右的整体亏损。

由此可见，巴菲特“保住本金”并非是一句空洞的口号，而是一个重要的下注原则。这也进一步解释了“为什么巴菲特投资华盛顿邮报公司时遭遇了长达四年的亏损，但伯克希尔公司在这四年间的业绩却并没有遭遇大幅亏损”。而更重要的是，他在保住投资本金的同时，也保住了自己良好的交易心态和坚定的投资信仰。当然，巴菲特在实际投资中的仓位管理得要比上面所演示的复杂得多，但原理是基本相同的。对于普通投资者而言，只需借鉴一些简单的仓位管理技巧，就完全能够像巴菲特一样让本金在总体上实现“绝不发生亏损”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要孤注一掷

投机高手的败落

在资本市场上，你或许能凭借某种技术或方法取得一时的成功，但这并不意味着你已经找到了发财之道。实际上，有时候却恰恰相反：这样的成功越多，你就越容易得意忘形，致命的一击离你也就越来越近了。历史上曾经有许多“红极一时”的世界级基金管理人和投资高手，就是因为这个原因最终被市场无情地吞没了。而被世人称为“投机之王”的杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore），则是其中最具代表性的人物。

杰西·利弗莫尔，是20世纪20年代美国华尔街的传奇人物。他一生历经三次破产，并又迅速再度崛起。不过，他终究还是没能躲过“命中注定”的劫数。1929年美国股市大崩盘后，利弗莫尔通过做空股市获得了1亿美元的巨额收益，并从此走向了他个人职业生涯的巅峰。然而股市在带给杰西·利弗莫尔无数金钱和名誉的同时，也让他开始沉沦和迷失。盲目的自信与放荡不羁的性格，致使他对风险控制一再地放纵，也让他迅速失去了已经拥有的财富，并最终让利弗莫尔走向了不归之路。1934年3月，杰西·利弗莫尔申请破产，欠下的债务高达226万美元。

1940年11月，一个大雪纷飞的日子，房东又来找利弗莫尔逼讨房租。他喝完仅剩的半瓶威士忌，从寓所溜了出来。他在大街上转悠，望着大街上往来穿梭的豪华汽车，望着商店橱窗里琳琅满目的商品，望着街边伸手乞讨的乞丐，长叹一声说道：“这世界是个弱肉强食的世界，它永远只属于富人。”随后，利弗莫尔走进一家大旅馆的卫生间，用一把随身携带的手枪结束了自己的生命，终年63岁。利弗莫尔在给他第三任妻子的遗书中写道：“我的一生是一场失败。”他身后留下的财产据《纽约时报》报道不足10000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这么一位伟大的“股票大作手”以如此悲凉和凄惨的结局收场，让人扼腕，更让人警醒。利弗莫尔的失败之处不在于他不懂得仓位管理，而在于他的仓位管理策略存在致命的弱点。他曾提出过一种非常著名的仓位管理策略——金字塔加仓法（Pyramiding），这一策略主张投资者在股票上涨过程中不断增加仓位。金字塔加仓法所存在的最大问题就是只注重进攻，却忽视了防守；只注重收益，却忽视了风险。在上涨过程中不断加仓，尽管会让利弗莫尔获得更高的回报，但同时也让他的持股成本越来越高，积累的风险也越来越大。一旦股市暴跌时没有及时撤离，就可能会遭遇“灭顶之灾”。很显然，利弗莫尔最终会破产并自杀身亡与他所采取的金字塔加仓法不无关系。那么，他为什么要采取这样的仓位管理策略呢？这完全取决于利弗莫尔本人所持有的风险观。换句话说，一个人持有什么样的风险观，他就会采取什么样的仓位管理策略。实际上，利弗莫尔的前三次破产就足以说明他交易风格激进、不注重风险控制，喜欢一味地满仓交易甚至进行高杠杆投资。倘若利弗莫尔在第四次东山再起之后能及时意识到自身存在的问题，并通过适度下注来控制自己的投资风险，也不至于落得如此下场。“滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。”古往今来，像利弗莫尔一样因为忽视风险而在资本市场里折戟沉沙的英才俊杰真不知道有多少！

保守派的代表：巴菲特

与利弗莫尔一生的四起四落相比，巴菲特的一生则称得上是四平八稳。在这两种不同的人生背后，则是两种完全不同的价值取向。与追求“快速致富”的利弗莫尔不同，巴菲特主张在保住本金的基础上追求复利回报。因此，巴菲特所采用的仓位管理策略自然也比利弗莫尔更为保守。也正是基于这种保守的仓位管理策略，才让巴菲特足以应对任何极端情况的出现，从而穿越牛熊且屹立不倒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体来说，他的这种保守在两个方面体现得尤为突出：一是现金为王，伯克希尔公司的账面上每年都有大量的现金等价物以及固定收益债券，其历史最高仓位接近85%。所以，在机会来临时巴菲特才能拿得出大量的资金下注。二是无论何时都绝不会过度下注，更不会孤注一掷。巴菲特建议在投资时最好不要满仓下注，而应该留有余地。他曾说过："获得令人满意的投资回报并不需要你成为一名专家。但如果你不是，你必须认清自己的局限性并遵循一套可行的方法。保持简单，不要孤注一掷。当有人向你承诺快速赢利时，你要立即对其'说不'。"他本人也从不一次性满仓下注，即使面对再好的股票亦不例外。

坚持分批建仓

1973年标普500指数下跌了14.8%，华盛顿邮报公司的股价同样是一路暴跌。同年5月，巴菲特开始逐步建仓华盛顿邮报公司的股票。一开始只买了23万股B类股，之后逐步将总持股数增至93.4万股，占公司总股本的12%，总耗资为1060万美元。1974年，美国股市开始崩盘，华盛顿邮报公司的股价也下挫了约25%。巴菲特欲继续增持，但因华盛顿邮报公司总裁凯瑟琳·格雷厄姆反对，只能作罢。

1976年，GEICO保险公司因管理不善爆出了高达1.9亿美元的亏损，股价也从原先的50多美元跌至当时的2美元左右。巴菲特拜访了刚走马上任不久的GEICO保险公司总裁拜恩之后，第二天便投入50万美元开始建仓该公司的股票。随后不断加仓，共买入了400万美元左右的股票。1980年，巴菲特再次大笔增持，将持股数量增至720万股，占GEICO保险公司总股本的33%。此后由于GEICO保险公司不断回购股票，使伯克希尔的股权占比逐渐提高至50%左右。最终，巴菲特于1996年出资23亿美元收购了剩余约50%的股份。

1987年股灾暴跌后的第二年，巴菲特开始逐步建仓可口可乐公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。到年底时，巴菲特共持有 1417 万股，总耗资为 5.92 亿美元。1989 年，巴菲特继续增持，总持股数较 1988 年翻了一倍，为 2335 万股，总投入资金为 10 亿美元。1994 年，巴菲特再次增持 2.7 亿美元的可口可乐股票。至 1997 年底，巴菲特所持有的可口可乐股票市值已涨到 133 亿美元，10 年赚了 10 倍。

从巴菲特投资这三只股票的建仓过程来看，他从来都不会一次性买入，而是在初次买入后持续观察，再择机分期建仓。常言道：“路遥知马力，日久见人心。”股票同样需要长期的跟踪观察才能分出高下，辨出良莠。许多投资者之所以会一次性满仓下注，无非是希望能重仓获利。然而需要注意的是：动辄一次性满仓杀入的操作方式，虽然可能会让投资的收益最大化，但同时也会让投资的风险最大化。因为一次性满仓买入之后，投资者将始终处于非常被动的境地——即使你发现自己决策失误或者遭遇“黑天鹅”，也再没有资金可以挽回危局，更谈不上抓住什么千载难逢的机遇。与之相比，分期建仓尽管没有一次性满仓下注那样“过瘾”，但也没有“一局定输赢”那样大的风险。因为分期建仓要求投资者在建仓初期仓位不宜太重，并且要时刻保持手里有足够的现金。建仓之后即使未能马上实现盈利，也可以通过继续加仓摊低成本，以实现扭亏为盈，及早解套。从实际效果来看，分期建仓是一种进攻性防御策略——攻中带守，攻守兼备；它不仅能让投资者克服盲目和不理智的冲动，也能将一次性买入的决策失误风险分梯次阻击并最终彻底化解掉。与此同时，由于分期建仓策略会不断降低持股成本，所以在股市大幅反弹时所产生的利润也可能会大幅超越一次性全仓买入。

“小散”乐于满仓下注的根源

既然分期建仓要明显好于一次性满仓下注，但为什么还有这么多人对一次性满仓下注“痴心不改”呢？究其根源，主要是因为这些投资者的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险防控意识以及仓位管理意识淡薄或缺失。不少人总喜欢以“自己的资金规模太少，和巴菲特的大量资金不可同日而语”这类理由作为自己不重视仓位管理的借口，并认为自己这种小资金就应该通过满仓操作来追求利润最大化。这些人经常幻想着能一夜暴富，并大多对巴菲特接近20%的年化收益率嗤之以鼻。为此，他们往往甘愿承受巨大的风险，甚至敢将自己的全部身家置于极度危险的境地之中。毫无疑问，这些想法和做法都是极端错误和危险的。要知道，在股市里没有永远正确的操作。如果下注的仓位过重，哪怕你的获利策略胜率高达99%，一次的失误仍足以让你淘汰出局。而如果你的操作方式是满仓加融资杠杆（堪称炒股第一大忌）则更为凶险，一旦遭遇暴跌甚至是致命的。2015年中国A股爆发了空前惨烈的股灾，给所有亲身经历者都留下了惨痛的记忆。仅仅数周，股价被腰斩的股票遍地可见，连续的“千股跌停”和“千股停牌”，中国股市约20万亿元的财富随之付诸东流，近60万的中产阶级消失，不计其数的配资客惨遭“屠杀”，超过10万个市值500万元以上的个人账户以及2千多个市值1亿元以上机构账户灰飞烟灭……

而与国内许多投资者喜爱满仓加杠杆的状况形成鲜明对比的是，巴菲特从来不会为了追求某一次的暴利去铤而走险，他只是尽力在胜算最高时下注以实现长期稳定获利。虽然每当心仪已久的股票跌至安全边际时巴菲特便会开始抄底，但他绝不会一次性过度下注或满仓下注。所以，你会发现这样一个事实：无论巴菲特在熊市中如何疯狂地抄底，他都从来没有满仓过，更不用说只在一只股票上满仓下注以谋取暴利。因为他深知投资比的不是谁善于进攻，而是谁善于防守；不是比谁赚得更快，而是比谁活得更久。牛市也好，熊市也罢，敬畏市场和控制风险永远是每一位投资者在资本市场上的唯一生存之道。每一个投资者都应该谨记：在任何时候都不要过度下注，更不能采取“满仓加杠杆”的方式下注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何为“集中下注”？

该集中，还是分散

长久以来，投资界有一句至理名言流传甚广，即“不要把鸡蛋放在一个篮子里”。说的是投资要尽量分散，以免因孤注一掷而损失惨重。而为了做到尽可能地分散，不少信奉这个理念的投资者会同时买入许多只股票，且每只股票都只买一点儿。不过，这种看似稳健的做法却一直受到巴菲特的极力反对。在他看来，一味地分散投资不仅起不到分散风险的作用，反而会分散投资者的时间和精力——使投资者很难对自己投资的所有公司同时做到了如指掌。即使真的做到了，也必定是“元气大伤”——不仅要花费大量的精力，更要耗费不少的时间和经济成本。反之，如果你只是在市场上道听途说就买入自己根本不了解的一堆公司，那么你要面临的潜在风险其实要比“在少数杰出公司上集中下注”大得多。这种盲目的分散投资，在面对系统性风险时更是毫无用处——当市场出现极度恐慌时，往往是所有股票都无一幸免地暴跌不止。因此，巴菲特认为“不要把所有鸡蛋放在一个篮子里”是错误的，并主张投资者应该集中下注，就像马克·吐温（Mark Twain）建议的那样：把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好这个篮子。

那么与分散投资相比，集中下注的优势何在呢？从方法论的角度来说，集中下注的投资原则类似于“集中优势兵力”的军事战略原则。《孙子兵法》反复强调用兵要“我专而敌分”“以众击寡”“兵散则势弱，聚则势强”。著名的军事理论家克劳塞维茨也在《战争论》中指出：“战略上最重要而又最简单的准则是集中兵力……我们要严格遵守这一原则，并把它看作是一种可靠的行动指南。”就像几乎所有的杰出军事家都会主张“集中兵力”这一军事原则一样，包括费雪、凯恩斯、巴菲特、芒格在内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的众多价值投资大师们也都极力推崇集中下注的投资策略。从收益的角度来说，这种下注方式正好符合“二八法则”——80%的投资利润来自于20%的股票，即在少数几只质地优良的股票上集中下注，往往能获得最多的投资利润。而从风险的角度来说，集中下注理论上会让投资者所面临的风险更为集中。如此一来，就要求投资者在下注之前必须慎之又慎，每一次下注都要经过深思熟虑才能做出决策。投资者不能随便买入一家根本不了解的公司，而只能投资于那些自己非常熟悉的优秀公司，只能投资那些自己反复分析、研究和跟踪过的上市公司。正如巴菲特曾经强调过的，一只股票必须同时符合“定量分析很便宜且定性分析很优质”的严格标准才能集中下注。

读懂巴菲特的集中法

巴菲特提倡的集中下注与我们之前所说的过度下注并不相同。许多投资者以往在理解巴菲特所说的“集中下注”时，只是从字面上简单地将其理解为重仓下注，却很少有人去思考和探究多少比例的仓位才是“集中下注”。虽然巴菲特曾经说过，“如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选5到10家价格合理且具有长期竞争优势的公司足矣”，但他却并没有谈及这5到10只股票的仓位究竟应该如何分配。假设一位投资者持有5只股票，其中一只股票的投资仓位为60%，其余4只股票各为10%，这种仓位分配比例究竟是算集中下注还是过度下注呢？很显然，如果没有一个界定标准，就很容易导致大家在投资思维和行为上出现混乱和无序。因此，我们首先必须要弄清楚集中下注与过度下注究竟有什么区别。具体来说，二者的区别主要体现在两个方面。

区别之一：两种下注方式的仓位占比不同

在1965年《致合伙人的信》中，巴菲特向外界透露了他集中投资的仓位比例。“我们的多样化程度远远低于大多数的投资机构。我们可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将高达40%的净资产都投入到一只股票上去，只要我们掌握的事实和推理结果证实其正确的概率非常高且投资的潜在价值发生剧烈改变的概率极低……显然，我们只是在非常罕见的情况下才会在一项投资上投入仓位占比高达40%的资金。正是由于非常罕见，当我们见到这样的机会时，我们才不得不如此高度地进行集中投资。在我们合伙公司过去9年的历史中，单项投资仓位占比超过25%的情况只有5到6次而已。”由此可见，与许多投资者动不动就满仓下注相比，巴菲特投资单只股票的最大极限仓位只有区区的40%。换句话说，即便是遇到再好的股票，巴菲特最高也只愿意拿出40%的投资仓位对其下注。但是在实际交易中，巴菲特所指的“集中下注”，其实际的仓位占比上限却是25%。在巴菲特60余年的投资生涯中，单只个股投资仓位超过25%的次数屈指可数。也就是说，40%的最大极限仓位只不过是一个几乎不会达到的“理论极值”。

有上限，就必然会有下限。确定了40%的最大理论上限和25%的实际上限，那么集中下注的仓位占比下限又是多少呢？巴菲特曾说过：“对你所做的每一笔投资，都应当有勇气和信心将占净资产10%以上的资金投在这只股票上。”由此推测，10%的仓位占比就是巴菲特集中下注的“起步价”，而他通常所指的“集中投资”，其仓位比例应该在10%～25%。知道了这个仓位比例，我们就能更好地理解巴菲特为什么建议普通投资者投资5～10只股票。以10%的“起步价”计算，投资者最多只能持有10只股票。而由于仓位上限存在“虚实之分”，我们不妨进行倒推：投资者最少应该持有5只股票，则每只股票的平均仓位约为20%，正好小于25%的实际仓位上限。

区别之二：两种下注方式的建仓次数不同

我们之所以说过度下注（甚至满仓下注）是一种冲动性的并带有赌博意味的坏习惯，不仅仅是因为这种下注方式的个股仓位占比太高——至少是半仓以上，还因为这种下注方式的建仓次数太少。不少投资者为了追求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快速致富，常常是一把就“梭哈”。与之相比，集中下注则只能算得上是一种筹码分布相对集中的适度下注——不仅单只个股所占的仓位比例要低得多，而且建仓的次数也明显更多。在这方面，巴菲特为我们提供了很好的范例。

1964 年，美国运通（American Express）公司因受色拉油丑闻案（Salad Oil Scandal）的牵累遭受了 6000 万美元的损失，股价也随之一落千丈。从 1964 年开始，巴菲特在两年左右的时间里将巴菲特合伙公司约 40% 的资金陆续买入美国运通的股票，共投入 1300 万美元，购得了超过 5% 的股份。到 1967 年巴菲特开始卖出时，最初投资的 1300 万美元增值至 2800 万美元，增长了约 1.2 倍。从这次投资交易的建仓过程可以看出：巴菲特即使真的想用 40% 的仓位买入一只股票，也绝不会一次性将其全部投入。相反，他会在这只股票上多次下注，从而分批花掉这 40% 的仓位。例如，在美国运通这笔交易中，40% 的仓位“指标”是花了 2 年时间才用完的，并非一次性全部押上。因为巴菲特深知，股价连绵不断的下跌正好需要源源不断的资金来应对。这也是为何每当股市暴跌时，我们总是感觉巴菲特在不停地买买买。

当然，有人肯定会问：那为什么巴菲特不停地买买买，却为何仍极少能达到 40% 的仓位水平呢？其实这个问题很容易理解。众所周知，巴菲特一般是在股价下跌至安全边际时才开始买入。如果股价在安全边际之下继续暴跌，对于巴菲特而言当然是求之不得。

假设巴菲特发现了一只质地优良且价格低廉的股票，并确定该股票的安全边际为 10 美元。他制订的逐步加仓计划是：股价每下跌 2 美元，增加 10% 的仓位，即：

如果股价跌至 10 美元，则巴菲特会先投入 10% 的仓位；

如果股价跌至 8 美元，则巴菲特又会增加 10% 的仓位；

如果股价跌至 6 美元，则巴菲特会继续增加 10% 的仓位；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果股价跌至4美元，则巴菲特会继续用完最后10%的仓位。

从理论上来看，这个逐步建仓的计划相当不错，然而却未必能完全符合实际情况。因为股价不可能无限制地下跌，而且常常事与愿违——在现实交易中股价极有可能跌到8美元左右就不再往下跌了，甚至有可能跌不到8美元。这样一来，巴菲特实际上就只能耗费10%～20%的仓位，而这恰巧符合巴菲特最常见的10%～25%投资仓位。尽管巴菲特逐步建仓的具体方法我们不得而知，也未必和笔者上述所推测的完全一样，但可以肯定的是——巴菲特在安全边际以下分挡买入的标准应该是非常严格的，所以才不会轻易地用完这40%的仓位。

分挡建仓，控制风险

巴菲特为什么要采取分挡建仓来进行集中下注呢？这样做的最终目的当然是最大限度地控制风险。基于分挡建仓的原则，将40%的资金分批下注在自己心仪的股票上，这样既做到了集中下注，又避免了一次性的过度集中。如此一来，就保证了巴菲特的投资在股票种类上是集中的、但在股票价格上却是分散的；在下注资金上是集中的，但在下注时间上却是分散的。最终，确保巴菲特在每次的交易“战斗”中都能做到“集中优势兵力各个击破”。为了更好地理解这一点，下面笔者用一个具体的数字案例来进行说明。

假设你有100万元，如果进行分散投资，买了50只股票，每只股票2万元。当市场出现系统性风险时，这种分散投资不仅毫无风险防御能力，还特别耗费资金——如果在市场下跌时需要追加资金补仓，则对资金的需求量非常大。一旦后续资金无法跟上，同样会面临巨大的亏损风险。此外，当多只股票的低估机会同时来临时，你也会顿时手足无措、首尾难顾。而如果采用巴菲特主张的集中投资，则完全不存在这些问题。因为按单只股票40%的最高仓位上限，你最多只能买3只股票——2只仓位占比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40%的股票和1只仓位占比20%的股票。你可以将40万元或20万元的资金分成数份（比如4等份，每次投入10万或5万），然后分别在股价低于安全边际时分挡建仓。这种分挡建仓的集中下注方式，即使面对市场系统性风险也足以应对。

当然，现如今巴菲特的“集中投资”也早已不同于往日。曾几何时，当伯克希尔还只是一家名不见经传的小公司时，巴菲特想要集中投资确实很容易。然而，随着巴菲特掌管的资金规模越来越大，集中下注也会变得越来越困难。这迫使巴菲特也不得不将其仓位布局由原来的集中投资转变为“适度分散”——伯克希尔公司目前拥有近100家子公司，并持有数十家上市公司的股份、超过600亿美元的现金与现金等价物、300亿美元左右的固定收益证券等。毫无疑问，随着伯克希尔公司规模的不断壮大，巴菲特未来的仓位布局也必然会更加多元化。这种适度分散在降低伯克希尔公司投资风险的同时，也降低了其潜在的收益回报率。但需要指出的是，即便是巴菲特的投资分散到这种程度，但相对于他的资金规模来说，仍然比一般投资者的分散投资要集中得多。因此，投资者对巴菲特这种适度分散的做法不必过于介怀。实际上，一次投资100只股票与一辈子投资100只股票的意义是完全不同的。对于这个问题，你只需要理解并记住一句话：你可以在一生中投资100只不同的股票，但请切记每次仅对不超过10只股票进行集中下注。

不轻易下注

一切皆是可能、一切皆为概率

曾有人说，中国股市就是一个“赌场”，其实，从某种角度说，世界各地的股市都是一个“赌场”。曾化名亚当·斯密（Adam Smith）的美国作家乔治·古德曼（George Jerome Waldo Goodman）在他的《金钱游戏》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(The Money Game) 一书中这样描述股市：“股票市场就是一场金钱游戏，这场游戏也可能真的不存在任何内在价值。假如复印机能不断印出股票证书，纽约证交所还继续在营业，而且银行还能时不时发点股利，即使所有炼钢厂、仓储公司和铁路公司都关门停业，这场‘游戏’也能义无反顾地玩下去……”作者更是一针见血地指出：“股市就是一个最大的合法赌场！”

咋一听，你或许会觉得这样的观点颇为激进，但细细想来却也有几分道理。许多人之所以会将股市比作赌场，是因为二者都是一种概率博弈游戏。只不过，这种特性在赌场上体现得尤为明显。世人皆知，开赌场几乎是没有赔钱的，而赌场赢钱的秘密则在于其概率占优。以美式轮盘赌（American Roulette）为例，轮盘上有 38 个数字：1 至 36，一个单零（0）及一个双零（00）。你压一个，压中了你赚 35 倍，没压中你的钱输掉。如果说把单零（0）与双零（00）去掉，则庄家与赌客的输赢概率是相同的。因为赌客每次押 1 元，平均每下注 36 次赢一局，赢的 35 元刚好足以抵销其余 35 次下注输的钱。这样的设计，自然无法让赌场赚钱。为此，欧洲的赌场为了提高概率上的优势，在轮盘左边加了个单零（0），但赔率保持不变。如此一来，赌客每下注 37 次赢一局，所赢的 35 元不足以抵销另外 36 次下注所输的钱。这意味着赌场在概率上占了 1/37 = 2.70% 的优势，赌客每下注 100 元，赌场平均可以赚 2.7 元。后来，美国人在欧式轮盘的基础上又加了个双零（00），赔率同样保持不变。这使赌场在概率上的优势进一步扩大至 2/38 = 5.26% 。同时美国的轮盘赌桌还提供数字组合，除了 0－00－1－2－3 这一数字组合的赌场概率优势为 7.89% 之外，其余所有数字组合的赌场优势均为 5.26% 。这样的设计自然决定了赌场在概率上是更占便宜的一方，所以大部分赌徒迟早都是要输给庄家（赌场这一方）的。而且赌客越多，赌场就越不容易赔钱。

同样，如果赌客想赢，也必须想办法在概率上获得优势。美国作家本·麦兹瑞治（Ben Mezrich）在《迷失的天才》一书中记录了这样一个真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实的故事：

上个世纪90年代，一群麻省理工学院的高才生被一位天才的数学教授选中并组成了一个特殊的“团队”，专攻世界各大赌场随处可见的一种扑克牌游戏——21点（The 21 point）。虽然从理论上来说，21点是一种公平的随机游戏——每个人的输赢概率均为50%，但现实情况却并非如此。由于牌的点数一样大时为庄家（赌场一方）赢，因此庄家赢的概率实际上更高。为了战胜庄家，他们接受了独特的记牌、概率计算以及基于暗语或肢体语言相互配合等技巧的训练。在经过一番准备之后，他们便分批进入赌场，实施针对21点游戏的“作战”计划。首先由其中的几位成员以很小的赌注分头进行参与，他们的任务是准确且快速地记住已出现过哪些牌并反推出还剩下哪些牌，并计算出输赢的可能概率。这也是游戏中最难的部分，不仅要不动声色，而且还要在大家摊牌的一瞬间完成。一旦发现了理想的机会，便通过暗语给其他同伴发出信号。而闻讯而来的同伴将其“取而代之”并继续下注。通过这种配合，这群数学天才将赢的概率提高至52%以上，押下重注就能赢钱。最终，他们通过这种方法横扫了美国所有赌场，并赢得了300万美元。

由此可见，谁掌握了概率，谁就掌握了赌局的胜利。尽管股市和赌场并不完全相同，但两者的本质却是相同的——都要在不同程度上面对未来的不确定性。无论是投资或是赌博，没有到最后的摊牌时刻，我们做的任何一个分析、判断、决定或者选择，都只是一种可能性。既没有完全不能赚钱的投资，也没有百分百肯定能赚钱的投资。一切皆是可能、一切皆为概率。只不过，每一种可能性的发生概率却有高低之分。因此，投资者必须学会运用概率思维来指导下注，以提高自己交易的确定性。

没有十足的把握，绝不出手

股市里有句俗语叫“一赢二平七亏损”，意思是说，90%的投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是赚不到钱的。其实，投资下注的成功概率又何尝不是一赢二平七亏损呢？投资中能够有十足把握的下注机会毕竟少之又少，差不多只有10%的比例，这样的下注当然能够成功。有20%的下注机会估计只有七八成的获胜把握，这样下注多次之后可能在总体上保持不亏不赚。而绝大多数下注机会的获胜概率可能不足五成，对这样的投资机会进行下注出现亏损也是必然的。由此可见，投资下注其实是一个高风险的交易行为。而为了降低下注的风险，投资者出手的次数当然是越少越好——没有接近十成的把握，绝不轻易下注。为了更形象地说明“不轻易下注”的重要性，巴菲特曾提出过一个著名的“打孔”理论：给你一张只有20个打孔位的卡片，每打一个孔代表着你进行了一次投资。投资者一生只有20次出手的机会，一旦你打完了卡上所有的孔，你就不能再做任何投资了。巴菲特提出“打孔”理论，目的是促使普通投资者认真思考每一次投资，做到三思而后行，并只在成功概率高的投资机会上下注。如此一来，投资者的业绩自然会高得多。

但在实际交易中，真正践行“打孔”理论的投资者却是少之又少。许多投资者一周下注的次数都不止20次，更不用说一生只下注20次了。这些人之所以喜欢频繁地下注，是因为他们在内心深处对“打孔”理论的有效性是表示怀疑的——若一生只出手20次，真的足够吗？这样的疑问恐怕很难从正面给予合理的回答。我们不妨试着从反面来探究答案：既然20次不够，那么你觉得需要多少次才够呢，50次还是100次，或者更多？这个问题估计也没有多少人能直接回答。那我们就再换一个类似的问题以帮助理解：你觉得一名普通剑客需要出手决斗多少次才能成为剑圣？对于这个问题，已经有人给出了明确的答案：60次左右。这个人就是日本战国末期至江户时代初期的剑术家、兵法家——宫本武藏。他年轻时曾“遍游各地，遇各派剑客，比试六十余次，未尝一败”，被世人誉为“不可战胜的武士”。但是，宫本武藏之所以能做到战无不胜，除了剑术精湛，还有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个独门秘诀：他从来不和比自己厉害的人过招。因此，他从未向当时的顶级剑客柳生氏家族（日本剑术第一名门）、伊藤一刀斋、东乡重位等发起过挑战。对于当时的最强者——柳生氏家族，宫本武藏甚至是三过其家门而未入。然而，这并不妨碍宫本武藏成为日本历史上最著名的剑豪之一。他的成功告诉我们一个道理：没有十足的把握，绝不出手。这一招同样也适用于投资下注——任何投资者想要成为资本市场上的赢家，就必须提高每一次下注的确定性，学会有选择性地下注，并尽量避免无确定性的下注。反之，如果在没有多少把握时就随意下注，必然是多做多错。正因为如此，作为资本界“剑圣”的巴菲特始终将不轻易下注作为自己一生坚持的一大仓位管理原则。如果没有好的投资对象，他宁可持有现金静静地等待。他还常引用传奇棒球击球手特德·威廉斯（Ted Williams）的一句话来形容自己的下注：“我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须要等到一个好球才去击打。”由此可见，无论是好的剑客或好的击球手，还是好的投资者，总是善于等待最好的机会，然后一击必中！不轻易下注的巴菲特如同一位绝世剑术高手，剑不出鞘则已，出鞘必见血。

一生只出手20次

对于普通投资者来说，如果你不是奢望成为“股神”或“剑圣”一般的人物，一生之中能有二十次重大机遇就足以让你相当成功了。假设每次下注都能够实现翻1倍，一辈子下注不超过十次足矣。因为仅仅需要十次，1万就会变成1024万，足以实现财务自由了。如果能碰到二十次这样的机会，1万最终将变为104.8576亿。当然，对于这样的简单假设你或许会觉得难以置信，甚至会反问：“每次都翻一倍，去哪里找这样的好事？”实际上，这样的机会只是很少，却绝非没有。正因为少，所以才更要求你不要轻易下注。而看过下面这个真实的案例，你或许能更好地理解这一点。

巴菲特的黄金搭档查理·芒格先生，业余经营着一家报业公司——每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日期刊公司（Daily Journal Corp.）。作为一家传统媒体公司，其经营日益艰难。查理·芒格将公司每年的微薄利润全都投入到最安全的短期政府债券里，赚取每年仅4%～5%的收益，这样的状况一直持续了十年。2008年爆发的一场金融风暴打破了这种“平静”，前所未有的危机让查理·芒格最熟悉的公司——富国银行（Wells Fargo）的股票价格较危机前最高点下跌了近80%，在2009年初更是跌到了八美元以下。芒格对富国银行的运作可谓是了如指掌，并坚信一旦度过危机，它将变成一个赚钱机器。整整十年，他终于等来了最好的时机，就在市场被极度恐慌情绪笼罩时，85岁高龄的查理·芒格带着公司多年积攒下来的1500万美元现金不慌不忙地出手了！而接下来在不到一年的时间里，这笔投资的市值就快速地翻了近三倍。

从理论上来说，一生只出手20次则意味着平均每3至5年才会出现一次这样的机会。只不过在现实交易中，你需要等待的周期可能会更长一些。当然，你并非一定要像查理·芒格一样等待十年才下注。但如果能够多一些定力，等到好的机会才下注，必将获得非常可观的回报。因为投资的最高原则其实很简单，即只在大概率事件上押下重注。正如查理·芒格曾说过的：“人类并未被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋。但对于那些朝着这个目标努力奋斗的人来说——寻遍整个世界只为找到一个因定价错误而带来的下注机会——却能偶尔撞见一个。然后聪明的人会在机会来临的时候押下重注。而其余的时间，他们则按兵不动。就这么简单而已。”

如何概率制胜?

尽管巴菲特和芒格向我们揭示了他们下注的基本原则——只在自己非常有把握时下注，且成功概率越高下注越重，但他们却并没有教会我们如何定量地确定最优的下注仓位。因此，许多投资者在了解了下注的基本原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则之后，依然困惑不已。例如，在一项有把握的投资中，下多大的注才是最合理的？为什么巴菲特有的股票可以下注40%的仓位，而有的股票则只下注10%？很显然，只有将可能出现的成功概率最终转化为可以量化的仓位占比，才能让我们的投资建立在一个切实可行的基础上。换句话说，一旦我们找到了一个可以根据概率确定最佳下注仓位比例的计算公式，就可以让自己既获得永远不输光的可能性，又能使本金增长的速度最快。因此，千百年来人类在这方面的探索脚步从未停止过。

凯利公式

在迄今为止所有已经找到的下注公式中，最有名、也是最成功的当属凯利公式（The Kelly Formula）。凯利公式是由美国物理学家约翰·拉里·凯利（John Larry Kelly）在1956年发表的一篇论文中首先提出的，故因此而得名。后来，一位叫爱德华·索普（Edward O. Thorp）的天才数学家将这一公式成功地应用于赌博和股票市场之中。最初，爱德华·索普利用工作之余写了一篇数学论文，并利用这一策略成功地从21点赌桌上赢得了上万美元。1962年，他根据自己的数学论文和实际应用经验写成了《打败庄家：21点游戏的获胜策略》一书。20世纪70年代，爱德华·索普创立了华尔街第一家量化交易对冲基金，成为美国量化交易对冲基金的鼻祖。时至今日，凯利公式已经被广泛运用于股票、期货、大宗商品、外汇以及房地产市场等众多风险投资领域中。

凯利公式的基本原理，就是根据交易的胜率（盈利的概率）和赔率（盈利的空间）调整下注资金的比例——盈利的概率越高，下注的资金就越多；盈利的空间越小，下注的资金就越少。如果用文字来进行描述，凯利公式可以概括为：下注资金的仓位占比＝盈利期望值/赔率。

假设：

f ＝ 下注资金的仓位占比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

p = 下注获胜的概率

q = 输的概率，则 $q = 1 - p$

b = 赔率

则盈利期望值 = $bp - q$

凯利公式可以表示为 $f = (bp - q)/b$

下面我们就以一个简单的赌局为例，看看应该如何根据凯利公式确定下注资金的比例。

假设你的本金为100，全部押注。

盈的概率为70%，盈则赚200。

亏损概率为30%，输则亏掉100的本金。

基于上述信息，我们就可以算出这个赌局的赔率为2。

根据凯利公式，我们很容易就得出该赌局的最佳下注仓位占比：

$f = (bp - q)/b = (70\% \times 2 - 30\%)/2 = 55\%$

也就是说，100的本金只下注55。

凯利公式在资本市场的应用

在资本市场上，凯利公式同样有效。只要你确定了投资的两个关键变量：获胜的概率和赔率，凯利公式就能帮助你确定出最优的下注比例。

假设一只股票现价为20元，有70%的可能性会上涨至50元，有30%的可能性会下跌至10元，那么投资者应该在这只股票上下注几成仓位呢？我们可以简单计算出这只股票的预期收益为30元，预期亏损为10元，则赔率为30/10=3。根据凯利公式，最佳的下注仓位比例为：

$$f = (bp - q)/b$$
$$= (0.7 \times 3 - 0.3)/3$$
$$= 0.6$$

也就是说，这笔投资的最佳下注比例为60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，股市中的获胜概率与赔率与赌场稍有不同。赌场上的这两个变量多为固定的或是显而易见的，容易量化计算。而股市中的这两个变量，大多需要投资者自己进行合理估算。以赔率的计算为例。对投资交易而言，赔率 b = 预期收益/预期损失。从理论上来说，一只股票的预期收益可以无限大，预期损失最多只有 100%，也就是说，股市的理论赔率是无限大。这意味着，股市中的赔率没有可以准确量化的范围，只能依靠投资者自身对股票上涨和下跌概率和幅度给予主观性的判断。换句话说，投资者基于各种分析而得出的获胜概率与赔率只是两个主观性的变量。而这样所计算出的结果，自然含有大量的“水分”。所以有人就提出了一个简化版的凯利公式，将两个主观性的变量减少至一个。在《巴菲特的投资组合》一书中，作者罗伯特·哈格斯特朗（Robert Hagstrom）提到了这个简化版的凯利公式。

$$X = 2p - 1$$

即你应投入的资金占比（X）等于 2 倍获胜概率（p）减去 1。这个公式告诉我们，你必须在获胜概率达到 50% 以上时才能下注，获胜概率为 100% 时才能全部押上。但是，采取这个简化公式所计算出的结果，依然有可能会存在“水分”。因为资本市场上的任何一次实际交易你都无法事先保证真的有 100% 的胜算，总存在一些无法预测或掌控的不确定性因素。所谓的 100% 获胜概率，从本质上说只是投资者主观估算出来的数值，最后计算出来的仓位比例也只是一种主观的数值。因此，为了避免冒“灭顶之灾”的风险，罗伯特·哈格斯特朗在书中建议，在实际应用时可以采取“减半”模式，即获胜率为 100% 时押注 50% 的仓位。我们之前曾谈到过，巴菲特单只股票的最大极限仓位仅仅只有 40%，而实际的下注仓位一般极少超过 25%。按照“减半”模式反推，下注 40% 则获胜概率至少要在 90% 以上；而下注 25%，获胜概率也要达到 75% 以上。采用减半模式，可以很好地防止由于盲目乐观而造成过度下注。曾将凯利公式首先应用于 21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点和股票市场的爱德华·索普在接受《华尔街日报》访谈时这样说道："你必须确保你不要过度下注。假设在抛硬币时，你比对手拥有5%的优势。如果你想变得富有，最佳的策略就是在每次下注时以你财富的5%作为赌注，但是绝对不要多下注。如果你过度下注，即使你占有优势也可能会输得一败涂地。"

凯利公式的局限性

首先，无论是对价值投资派还是技术分析派而言，凯利公式都不是选股指标——不能代替股票筛选这一环节。凯利公式只能用来确定最优的下注仓位比例，无法用来比较两只股票的好坏。其次，凯利公式中缺少时间变量。对于同一只股票，在不同的时间其涨跌的概率和空间不是一成不变的，因此使用凯利公式会得到截然不同的结果。而计算出来的仓位是否合理，仍需投资者结合时间周期、投资经验和常识等给予综合判断。再次，投资者在计算时应预留足够的"容错空间"，以避免和减少主观性失误带来的风险。投资者或许没法分辨80%和90%的"主观"获胜概率真正差多少，但对80%和40%这种明显的差距应该还是能分得清的。预留足够的"容错空间"，就要求投资者要在获胜概率非常高（80%以上）时才下注。对于获胜概率小于60%的投资标的，即使通过凯利公式能够计算出仓位结果，也不应该下注。与此同时，投资者还必须选择赔率较高的投资标的，且赔率最好在3倍以上（一只股票的上涨幅度要明显大于下跌幅度才行）。如此一来，即使你过高地估算了赔率，仍有盈利的可能。除了对获胜的概率和赔率预留"容错空间"，对于通过凯利公式计算获得的下注仓位比例，同样要预留"容错空间"。前面谈到过的"减半"模式，就是在预留下注仓位的"容错空间"。因为在实际操作中，股价的变化不一定会达到预期的涨跌幅，也有可能只是在预期的涨跌目标之间来回震荡。如果你已经预留了足够的"容错空间"，照样可能做到无往而不利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
穿越牛熊

反者道之动，弱者道之用。天下万物生于有，有生于无。

——老子 《道德经》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精彩导读

任何人的投资道路都不可能是一帆风顺的，即使是“股神”亦不例外。在六十余年的投资生涯中，巴菲特曾遇到过大大小小数十次危机。但令人惊讶的是，他每次都能最终化险为夷，安然无恙地度过。更为神奇的是，每次危机过后，他都能让自己手中的财富不减反增，并大幅超越危机之前的水平。那么，巴菲特又是如何做到在半个多世纪的牛熊轮回中屹立不倒呢？我们不妨从他在历次牛、熊市中的行为表现上寻找答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一位进入资本市场的投资者都希望自己能够穿越牛熊，从而让自己手中的本金在资本竞逐的滚滚洪流中长期增值。然而想要真正地做到穿越牛熊，就意味着投资者所获得的绝对收益必须逐年增长，同时波动率和回撤率要尽可能地小。很显然，这样的目标不是单纯依靠挖掘什么十倍黑马股、百倍大牛股就能轻易实现的，因为大多数投资者即使手握这些股票，也根本拿不住，最终只能落得个“盲人骑瞎马”的悲惨结局；更不是靠什么盲目地“长期持有”或者一味地“满仓硬抗”，因为这样只能让大多数投资者长期处于亏损之中，最终被折磨得伤痕累累，铩羽而归。

那么，究竟如何才能穿越牛熊？投资说到底就是一场人性的深度博弈，而人性又是投资世界最大的风险。因此，对人性的深刻洞察是赢得这场博弈的关键所在。巴菲特的成功秘诀就是，将“自己对人性的洞察、理解和把握”与仓位管理完美地融为一体，从而让自己在危机来临之前全身而退，并能长期游刃于“牛熊”之间。

生于熊市，成于熊市

巴菲特一生经历过的熊市，大大小小有数十次之多。其中异常惨烈的大熊市有五次，分别是1929年的大崩盘、1973年的石油危机、1987年的大股灾、2000年的互联网大泡沫、2008年的次贷危机。有趣的是，巴菲特一出生就与熊市结下了不解之缘。对于这一点，《滚雪球》一书是这样描述的：1927年沃伦·巴菲特的父亲霍华德·巴菲特因股市繁荣而正式进入证券行业，成为美国联合州立银行的一名股票经纪人。不过股市的繁荣仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅不到两年，霍华德·巴菲特就经历了美国历史上最恐怖的“股市大崩盘”。在大崩盘的10个月之后，即1930年8月30日，霍华德·巴菲特家的第二个孩子沃伦·巴菲特出生了，比预产期早了5周。以此推算，巴菲特生命孕育的起点正好是1929年股市大崩盘开始的时间。或许正是由于心中这份莫名的情愫，巴菲特非常喜欢约翰·肯尼斯·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）的著作《1929年大崩盘》（The Great Crash 1929），并曾在1989年伯克希尔公司《致股东的信》中称赞其诙谐风趣且见解深刻。

1929年大崩盘

在巴菲特出生之前，美国经济正经历第一次世界大战之后的空前繁荣，道琼斯工业指数也逼近400点大关，几乎所有人都表示对未来充满信心，一切都如此美好。1929年9月，时任美国财政部长的安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）曾向公众宣称：“现在没有担心的理由。这一繁荣的高潮将会继续下去。”然而好景不长，仅仅过了不到一个月的时间，美国经济就在一夜之间从天堂跌到了地狱。1929年10月24日，美国股市突然暴跌，下跌速度之快连股票行情自动显示器都无法跟上，这一天被称为“黑色星期四”。1929年10月29日，股市继续暴跌，史称“黑色星期二”，证券交易所里所有人都在不停地抛售股票，成千上万的美国人眼睁睁地看着他们一生的积蓄在几天内烟消云散。从1929年10月29日到11月13日，短短两个星期之内，共有300亿美元的财富消失，这相当于美国在第一次世界大战中的总开支。道琼斯工业指数从1929年的380点之上一路跌至1932年最低的42点，跌幅接近90%。道琼斯指数重回380点，已经是25年之后的事。而在美国股市下跌的同时，大量的债券被拒付，导致美国40%左右的银行破产倒闭。同时，大崩盘还波及其他西方国家乃至整个世界，美国和全球从此进入了长达10年的经济大萧条时期。

1973年石油危机

1939年，刚刚走出大萧条之后的美国经济再次迎来新的挑战。这一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的9月1日，德国突袭波兰，第二次世界大战爆发。一开始，道琼斯工业指数反而从135点上涨至154点，但很快市场就开始下跌，并一路下行至最低时的94点。第二次世界大战结束后，美国经济进入了长达二十年的繁荣时期，20世纪60年代更是被誉为美国经济史上“繁荣的十年”。长期的快速增长，使经济泡沫与通货膨胀积聚到了前所未有的程度。此时的道琼斯指数也从“二战”后的100余点一路看涨，站上了千点大关。1973年10月石油危机爆发，油价暴涨，股票市场暴跌开始。这一年，美国股市跌去了23%。1974年的市场继续下行，又跌了38%。到1975年初，道琼斯工业指数一度暴跌至550点，几乎吞噬了1956年以来的所有股市涨幅。1973年之后美国经济开始进入滞胀阶段，美元进入了长达10年的贬值期，使整个70年代美国的消费价格指数上涨超过了50%。1974—1975年的衰退，更是成为第二次世界大战之后美国最严重的衰退。

1987年的大股灾

1987年的美国股灾是20世纪末最大的一次崩盘事件。1987年10月19日是一个“黑色星期一”，道琼斯工业指数一天之内重挫了508.32点，跌幅达22.61%，打破了1941年以来单日最大跌幅的纪录，单日下跌幅度排在道琼斯工业指数有史以来的第二位。在短短的6个半小时之内，纽交所的股票市值就蒸发了5000多亿美元，相当于美国全年国民生产总值的1/8。这轮股灾导致股指一路下行，直到1987年底才缓过一口气。股市的暴跌引起了股民巨大的恐慌，许多百万富翁一夜之间沦为贫民，数以千计的人精神崩溃，跳楼自杀。

2000年的互联网大泡沫

走出1987年股灾的阴影之后，美国股市便开始了长达十年的连续上涨周期。道琼斯工业指数从1991年的2000多点开始，至2000年时已突破11000点。而反映科技股走势的纳斯达克指数涨幅更加惊人，从1991年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500点左右上涨到2000年的5048.62点。然而疯狂的网络科技股大泡沫，最终还是在千禧年末被“刺破”了。2000年11月底，纳斯达克跌破2600点大关，并在2001年一路狂泻至1500点以下，超过5万亿美元的市值随之蒸发。

2008年次贷危机

巴菲特最近经历的一次大熊市为2008年至2009年的次贷危机，这是自1929年股市大崩盘以来爆发的最为严重的金融危机。早在2007年8月，金融危机的苗头就已经开始浮现，并逐渐导致流动性危机。到了2008年，这场危机逐渐失控，并演化成了一场席卷全球的国际金融海啸。此次金融危机对美国经济造成了全方位的冲击，众多知名金融机构破产或被收购，包括华尔街最大的五家投资银行中的三家——美林、雷曼兄弟和贝尔斯登公司，最大的保险公司美国国际集团以及规模最大的两家住房抵押贷款融资机构房地美和房利美。美国股市更是出现了罕见的持续性暴跌，其中道琼斯工业指数一度跌破8000点，为5年来的最低。金融危机迅速席卷全球，世界经济在这场危机中的直接损失超过30万亿美元，并导致全球经济连续四年年增长率不足4%。这场金融危机留下的不少“后遗症”，一直影响至今。

在熊市中崛起

从时间上看，巴菲特虽出生于20世纪30年代的大崩盘，但其正式开始投资生涯的时间是1953年回到家乡奥马哈，并创立了第一家巴菲特合伙公司。因此，巴菲特在正式开始投资生涯之后遇到的大熊市，只有1973年的石油危机、1987年的大股灾、2000年的互联网大泡沫以及2008年的次贷危机。除了上述几次大熊市，经济衰退在巴菲特的投资生涯中也是频频出现，几乎每隔几年就会造访美国一次。不仅如此，在半个多世纪的投资生涯中，巴菲特还经历了多次美国对外战争、国内的动乱以及“9·11”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐怖袭击事件。这些大大小小的熊市、危机、衰退掀起的狂风暴雨，把敏感的资本市场一次次搅得天翻地覆，也让无数投资者的财富顷刻间灰飞烟灭，许多昔日的亿万富翁一夜之间沦为一无所有的穷光蛋。然而，这些惊涛骇浪却并没有将巴菲特击倒，反而成就了巴菲特。

表 9－1 1953 年以后美国的历次经济衰退

	时间	历时
第一次	1953 年 07 月—1954 年 05 月	10 个月
第二次	1957 年 08 月—1958 年 04 月	8 个月
第三次	1960 年 04 月—1961 年 02 月	10 个月
第四次	1969 年 12 月—1970 年 11 月	11 个月
第五次	1973 年 11 月—1975 年 03 月	16 个月
第六次	1980 年 01 月—1980 年 07 月	7 个月
第七次	1981 年 07 月—1982 年 11 月	16 个月
第八次	1990 年 07 月—1991 年 03 月	8 个月
第九次	2001 年 03 月—2002 年 03 月	12 个月

与大多数人不同，巴菲特最喜欢的就是大熊市，而非大牛市。每当熊市到来的时候，巴菲特会兴奋得一塌糊涂。而他最赚钱的股票，都是在熊市中买入的。例如，1973 年大熊市中买入的华盛顿邮报、1987 年大熊市中买入的可口可乐、2000 年大熊市中买入的中国石油 H 股、2008 年开始的大熊市中买入的伯灵顿北方圣达菲铁路。可以说，巴菲特不仅在熊市出生，也在熊市中成就了自我。他不仅安然无恙地躲过了一次次劫难，还能在绝地中逆袭反击——在危机中一次又一次地壮大自己并获得了巨额的财富，这不得不令人由衷地敬佩！

置之死地而后生

半个多世纪以来，巴菲特似乎一直带领着伯克希尔公司在践行一个“诺言”——哪里有股市暴跌，哪里就要有巴菲特和伯克希尔的身影。熊市或金融危机导致的股市大暴跌虽是绝大多数投资者最不愿意遇见的处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境——常常使大多数人都恐惧不已，并纷纷抛售股票，却是巴菲特的最爱——他总是盼望着好股票下跌，并会主动“买套”。

如何看待市场下跌

通过分析巴菲特既往的交易行为可以发现，他投资过的几乎所有股票都是通过主动“买套”的方式来操作的，其中也包括可口可乐、华盛顿邮报等回报惊人的股票。而他之所以选择反其道而行之，主要是因为他对待股市下跌的态度与众不同。在巴菲特过往的言论中，这一点体现得尤为明显。例如，在伯克希尔公司 1999 年发布的《股东手册》中，巴菲特阐述了他是如何看待股市下跌的：“总体而言，伯克希尔和它的长期股东们将会从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益，这就像一个老饕将从不断下跌的食品价格中得到更多的实惠一样。所以，当市场狂跌时，我们应该有这种老饕的心态，既不恐慌，也不沮丧。对伯克希尔来说，市场下跌反而是重大利好消息。”

在伯克希尔公司 2012 年《致股东的信》中，他曾这样谈道：“如果将来你准备成为股票的净买入者，不管是用你自己的钱直接买入还是间接买入（通过持股一家正在回购股票的公司），股价上涨都会损害你的利益。股价低迷不振反而会增加你的利益。然而，感情因素往往会让事情变得复杂：大多数人，包括那些将来会成为股票净买入者的投资者，看到股价上涨才会感到欣慰。这样的股票持有者类似于一个经常开车上下班的人，只是因为他的油箱今天加满了油，就为油价上涨而欢呼……在这里我应该坦白地说，我年轻的时候也是一看到股市上涨就非常高兴。后来我读了格雷厄姆写的《聪明的投资者》一书，其中第 8 章告诉投资者应当如何看待股价波动。之前阻挡在我眼前的障碍物立马从我眼前消失了，低迷的股价从此成为我最喜欢的朋友。拿起这本书，是我一生中最幸运的一刻。”

热衷于抄底

从实际效果来看，巴菲特在股市暴跌时主动“买套”的举动，不仅让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他以低廉的价格获得了大量的优质股票或债券，并在多年之后获得了丰厚的回报，也为美国金融秩序在历次危机中的稳定与恢复做出了贡献。2008年的金融海啸，导致美国股市持续暴跌，并让美国金融体系几近崩溃。就在这个危急时刻，巴菲特在10月16日的《纽约时报》上罕见地发文宣称"我正在抄底"，公开跳出来为美国股市"打气"。当然，市场的走向并不会以个人的意志为转移，即使是坐拥数千亿美元的巴菲特也无法完全改变市场的运行轨迹——在这篇"抄底宣言"发表之后，道琼斯工业指数继续从8800多点下跌至6500多点。

尽管如此，巴菲特的这篇宣言却依旧意义非凡——它犹如黑夜中的一声惊雷，振聋发聩，唤醒了无数被市场"吓晕"了的投资者；它犹如破晓前的一丝曙光，给了那些在"黑暗中独自战斗"的投资者们无尽的勇气和希望。而最重要的是，巴菲特不仅"挺身而出，振臂一呼"，还"以身作则，冲锋在前"。他在实际行动上的表现，更是体现出一种"侠之大者，为国接盘"的霸气。

在金融危机最严重的时刻，他依然无所畏惧地斥巨资拯救陷入危机之中的高盛、通用电气、美国银行等著名公司。事实上，伯克希尔公司在2008年金融海啸来临之时仍持有市值超过600亿美元的股票，同样也遭遇了股市暴跌而导致的大幅缩水。然而，巴菲特不但不抛售股票，反而大量买入——加上并购交易，伯克希尔在金融海啸期间累计投入的资金超过500亿美元。他的这些举动在一定程度上遏制了非理性市场恐慌的蔓延，减缓了流动性和信心危机的进一步扩散，有利于促进美国金融市场秩序的恢复与重建。在此之后，市场非理性下跌的势头日渐趋缓，并逐步得到了修正。

下面，我们就来重温一下巴菲特当年发表的这篇"抄底宣言"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入美国，本人践行

——沃伦·E. 巴菲特

无论在美国还是世界其他地方，金融世界都是一片混乱。更糟糕的是，金融系统的问题已开始渗透到整个经济之中，并呈现井喷式发展。短期之内，美国的失业率将继续上升，商业活动将继续停滞不前，而媒体的头条也将继续令人胆战心惊。

正因为如此……我一直在买入美国股票。我指的是自己的私人账户，在此之前该账户除了美国政府债券之外没有其他任何资产（这里所说的并不包括我所持有的伯克希尔·哈撒韦公司的股票，因为这些股票将全部捐赠给慈善事业）。如果股票价格继续保持吸引力，我的非伯克希尔净资产不久之后将全部是美国股票。

为什么呢？

一条简单的法则决定着我的买入行为：在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。毫无疑问，恐惧目前正在四处蔓延，甚至吓住了那些经验丰富的投资者。当然，对于那些负债高企或竞争优势较弱的企业，投资人保持谨慎自然是正确的。但是，对美国许多稳健企业长期繁荣前景的担忧却是毫无意义的。这些企业的利润也会时好时坏，正如它们既往表现的那样。但绝大多数企业都会在未来5、10或20年之后创下新的盈利纪录。

有一点我要讲清楚：我无法预测股市的短期波动。对于股票在未来的1个月或1年之中是涨还是跌，我一无所知。但是很有可能的是，市场在信心或经济恢复之前将会上涨，而且可能是大幅度上涨。因此，如果你要等到知更鸟报春，春天就已经快结束了。

简要回顾一下历史：在经济大萧条时期，道琼斯工业指数在1932年7月8日跌至41点的历史低点。到1933年3月富兰克林·罗斯福总统上任前，经济依然在恶化。但是此时，股市却已经上涨了30%。或者回顾一下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战初期，当时美国在欧洲和太平洋战场上的处境日益艰难。美国股市于1942年4月见底，比盟军扭转战局要早得多。再看20世纪80年代初，尽管当时的经济仍在继续下滑且通货膨胀仍在不断加剧，但却是买入股票的最佳时机。简言之，坏消息是投资者最好的朋友，它能让你以打折的价格下注美国的未来。

长期而言，股票市场会带来好消息。在20世纪中，美国经历了两次世界大战以及其他导致重创或代价高昂的军事冲突、经济大萧条，十余次的经济衰退和金融恐慌、石油危机、流感爆发和总统因丑闻而下台等事件，但道指却从66点涨到了11497点。

你或许会认为，在这样一个硕果累累的世纪里，不可能有投资者会亏钱。但有些投资者确实亏了，因为他们总是在自我感觉良好时买入，并在媒体报道让他们感到不安之时卖出。

今天，那些持有现金等价物的人们会感到心安，但他们却不应该如此。他们选择了一项糟糕的长期资产，不仅不能产生任何回报，而且肯定会贬值。事实上，美国政府接下来为缓解当前危机而采取的救市政策将很可能会导致通货膨胀，并会使现金加速贬值。

未来10年，股票几乎肯定会跑赢现金，而且可能是大胜。那些现在手持现金的投资者在赌他们未来能够有效地选择时机行动。在等待能够慰藉自我的好消息时，他们却忘了冰球明星韦恩·格雷茨基的忠告："我总是滑向冰球将至的地方，而不是它已在之处。"

我不喜欢对股市进行预测，我再次强调，我对股市短期的涨跌一无所知。但是，我会效仿一家餐厅（坐落在一栋空空荡荡的银行大楼里）的广告语："过去你的钱放在这里，现在请将你的嘴也放在这里。"今天，我的钱和嘴都放在股票里。

但是，想要像巴菲特一样"为国接盘"却并非是一件容易的事情——不仅需要主动"买套"的勇气，也需要为国分忧的侠气，更需要一掷千金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的豪气以及艺高胆大的底气。正因为如此，许多人对巴菲特的这种“主动买套”行为仅仅只是佩服，却并不敢轻易“追随”。

“主动买套”与“被动买套”

客观讲，在股市持续暴跌时抄底的确需要冒很大的风险，不少投资者往往败就败在抄底上。股谚有云，“新手死于追涨，老手死于抄底”，足见抄底的难度要远大于追涨！那么，我们不禁要问：为什么许多投资者常常因抄底而受挫，但巴菲特却能屡抄屡胜？面对抄底后被套这个几乎人人都会遇到的棘手问题，巴菲特又有什么破解之道呢？想要回答这些问题，我们首先要来认识一下“主动买套”与“被动买套”有何不同。

每当一轮暴跌至中末期，虽然股市还在继续下跌，但此时的市场风险大部分已经被化解掉了。此时买入被套是一种主动的买套行为，虽不能完全避免下跌被套的风险，但肯定是买在了相对低位。与“主动买套”不同的是，“被动买套”多是由于投资者错误判断了股市的形势，以至于盲目追高或过早抄底而不慎被套。与“被动买套”相比，“主动买套”是一种积极进取的操作策略。对于“被动买套”的投资者而言，如果知道买入后被套的概率较高，肯定不会参与；而“主动买套”的投资者则不同，明知买入后会被套，却依然会勇敢出击。因此，“被动买套”的心理状态可以描述为“事与愿违”，而“主动买套”的心理状态则是“正中下怀”。这种心理状态在巴菲特身上体现得尤为明显。对于“主动买入而导致的套牢”，他本人往往并不以为意。如果股价继续下跌，反而使巴菲特更加“有恃无恐”地贪婪。正如他曾经说过的：“价格是你付出的，价值是你得到的，无论是短袜还是股票，我都乐于在商品降价的时候购买。”

巴菲特式的“主动买套”

接下来的问题，就是要探究巴菲特的“主动买套”与普通投资者的“主动买套”之间有何区别。虽然这两种“主动买套”行为从表面上看并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无二致，但实际上二者之间却存在天壤之别。许多“主动买套”的投资者之所以会越抄越亏以至于无法承受，是因为他们的“买套”行为是以判断股价（或市场）的底部为基础的——是名副其实的抄“市场底”，而“市场底”却又无法提前被准确地预知。如此一来，这些投资者就只能选择在股价大幅回落之后凭直觉进行“主动买套”。其结果往往是，不少人被所谓的“低股价”骗进市场之后才发现自己抄在了“半山腰”之上，最终，做了抄底的牺牲品。而巴菲特则不同，他认为：只要买入的价格有足够的安全边际就可以了，不必非要以最低价格抄底，而且根本也无法做到。因此，他的“主动买套”行为抄的是“价值底”，是在判断股票内在价值和安全边际的基础上进行的一种提前建仓行为。在之前的章节中笔者曾提到过，巴菲特在使用安全边际进行价值投资时要求用40美分的价格去购买价值1美元的股票。也就是说，“打4折”的安全边际就是巴菲特眼中的“价值底”。

那么，采取“打4折”的安全边际就一定能确保巴菲特稳赚不赔吗？当然不可能。虽然相较于无法预测的“市场底”，“价值底”的准确性和确定性确实更高；但无论是哪种“主动买套”方式，都只能让投资者在低风险的价格区间买入，却无法保证买入后股价就会立刻上涨。也有可能买入后套牢的程度会继续加深，出现越买越跌的局面。如果买入了不好的股票或遭遇了“黑天鹅”事件，还有可能会套得更深。

“主动买套”配合仓位管理

从过往的历史来看，基于安全边际的“主动买套”行为也屡屡使巴菲特在短短数月之内就遭遇巨额的账面亏损，并常常持续数年之久。例如，巴菲特在2008年共花费了约280亿美元进行各类投资和并购，而在2008年9月至11月的2个月时间里，巴菲特的账面亏损就已高达150亿美元。不仅如此，实际交易中的股价往往是跌下去容易涨上来难——如果下跌经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历了6个月，那么涨回去的时间可能会更加漫长，并且道路也不是一帆风顺。因此，采用这种“主动买套”策略的投资者除了要有超强的持股耐心和毅力，同时还需要有良好的仓位管理策略来“保驾护航”。首先，投资者要善于通过仓位管理确保自己能获得源源不断的现金流，才能有实力越跌越买；其次，投资者要善于通过仓位管理合理下注，才能有能力进退自如；最后，投资者还要善于通过仓位管理确保自己能获得稳定的业绩，才能有底气长线持有。

假设巴菲特以40美分的价格买入价值1美元的可口可乐股票，但如果股价又进一步下跌至30美分，巴菲特会如何呢?

当然是亏损，他的亏损比例高达25%！

如果股价又进一步下跌至20美分，他的亏损比例高达50%！

那么巴菲特会怎么做呢？当然是不断买入。

如果可口可乐股价长期低于20美分，巴菲特又会怎么办呢?

当然是继续抄底，通过合理的仓位管理让自己不断地抄底，直到4折的安全边际消失。

由此可见，当股价跌至安全边际以下时，跌得越多，巴菲特就会抄得越多。这意味着每当我们听到巴菲特发生亏损的消息时，往往就是巴菲特正在不断加仓抄底的时候。凭借安全边际和仓位管理，巴菲特让自己的交易即使“被套”，也只是套在低位。一旦市场反转，就立刻开始赚钱。当股价从20美分又涨回40美分，甚至是1美元的时候，巴菲特早就赚得盆满钵满了。而那些喜欢“追涨杀跌”的投资者却常常套在高位，一旦市场反转就开始赔钱。

价值向左，技术向右

在资本市场的多空博弈中，一直存在两种截然相反的交易策略：一种是左侧交易，另一种是右侧交易。左侧交易的买卖操作在股价走势出现明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显拐点之前（左侧）就已经完成，而右侧交易的买卖操作则在拐点出现之后（右侧）才进行。也就是说，左侧交易是在股价下跌出现“最低点”之前买入，并在股价上涨到达“最高点”之前卖出，通常被投资者称为“抄底”与“逃顶”。右侧交易则是在股价见底回升后买入，并在股价见顶回落后卖出，通常被投资者称为“追涨”与“杀跌”。从交易风格来看，价值投资派交易者主要采用左侧交易，技术分析派交易者则更偏爱右侧交易。而从实际效果来看，左侧交易与右侧交易各有优劣，在仓位管理上也各有特点。下面，笔者就从建仓、加仓、减（清）仓几个方面来比较一下两种交易策略的异同。

区别一：建仓时机

左侧交易与右侧交易的建仓时机各不相同——左侧交易是在行情启动之前开始建仓，右侧交易是行情启动之后开始建仓。从理论上来说，左侧建仓的风险较大，收益也可能更高。由于这种建仓方法是在下跌时买入，因此具有成本较低、距底部区域相对较近、具有更高的安全系数等优势。其缺点则是需要在底部忍受长时间的“煎熬”，且如果过早地买入也会面临越买越套的风险。而与左侧交易相比，右侧交易者则会选择在上涨趋势形成后买入。这类交易者认为，在探明底部并开始上涨之后再进场才是安全和明智的做法。因此，他们在下跌趋势中往往会保持冷静并耐心等待下跌结束，以减少损失，保存力量。右侧建仓的优点是获利的成功概率较高且往往立竿见影，缺点则是买入的成本过高。如果对股票的走势判断失误，买进后股价持续回落，将面临“高位站岗”的风险。

区别二：加仓方式

左侧加仓其本质为逆势加仓，即越跌越加；右侧加仓则为顺势加仓，即越涨越加。依据加仓基础的不同，加仓方式又可分为两种：金额加仓法和份额加仓法。无论是左侧交易还是右侧交易，都可以使用金额加仓法和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份额加仓法。两种加仓法在加仓形式上基本相同，不同之处在于一个加仓基础是金额，另一个则是份额。例如，每次固定加仓2000元就是金额加仓法，每次固定加仓2000股就是份额加仓法。

金额加仓法

（1）等金额加仓法

顾名思义，等金额加仓法就是在市场下跌或上涨过程中以固定的投资金额持续购买股票的方法。采用等金额加仓法，投资者可以将资金分成若干等份，如三挡加仓法，每次加仓三分之一。常见的还有5挡加仓法和10挡加仓法。

等金额加仓法是一种经济实用的股票加仓方法，可使投资者有机会用低于某一个时期内股票平均价格的成本购得股票。假设一位投资者每次加仓100元，如表9－2所示。

表9－2 等金额加仓法

加仓次数	买入价格（元）	获得的份额
1	5	20
2	4	25
3	2.5	40
4	2	50
5	1	100

通过计算，采用等金额加仓法买入5次的平均买入价格为2.90元（5次加仓股价总和14.5÷5＝2.9）。经过5次加仓，投资者买入股票的总数量为235股，投入的总成本为500元，因此每股的平均成本为2.13元，低于2.9元的平均买入价格。

左侧交易者采用等金额加仓法，可以使其获得的股票数量随着价格的不断降低而越来越多。右侧交易者在市场不断上行时逐步加仓，相同的金额买到的股票数量则会越来越少。因此，无论是左侧交易还是右侧交易，采用等金额加仓法都可以对持股成本进行分摊，从而将风险平均化。实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，投资者耳熟能详的“定投”就是一种定期等金额加仓法。当然，除了定期等金额加仓法，还有等比等金额加仓法和等差等金额加仓法。等比等金额加仓法，就是每当股价上涨或下跌了一个固定的比例，就投入相等的金额买进。例如，投资者以20元的价格少量建仓了一只股票，并设定每当股价下跌20%，就投入1万元加仓。第一次，股价跌了20%至16元，加仓1万元；第二次，股价又下跌了20%至12.8元，再加仓1万元；以此类推。而等差等金额加仓法，就是每当股价上涨或下跌了一个固定的价格差额，就投入相等的金额买进。例如，投资者同样以20元的价格少量建仓了一只股票，并设定股价每下跌4元，就加仓1万元。第一次，股价跌至16元，加仓1万元；第二次，股价下跌至12元，再加仓1万元，以此类推。

可以看出，左侧交易者如果采用等比等金额加仓法，则每次加仓的价格“间距”会随着股价的持续走低而不断变小；但如果采用等差等金额加仓法，这种价格“间距”则保持不变。同样以20元建仓，采用20%等比等金额加仓法，第一次加仓的价格“间距”为4元，第二次为3.2元，第三次为2.56元……越来越小；而采用等差等金额加仓法，第一次与最后一次的价格“间距”都是4元。在实际交易中，如果左侧建仓的股价已经非常低或者股价继续下行的空间有限，可以考虑采用等比等金额加仓法，这样可以保证你获得足够多的加仓次数。如果投资者对股价未来的下跌空间和时间不太确定，则可以考虑采用等差等金额加仓法，以避免加仓过快。当然，右侧交易者如果采用等比等金额加仓法，则每次加仓的价格“间距”会随着股价的持续走高而不断变大；而如果采用等差等金额加仓法，其价格“间距”则依然保持不变。因此，如果右侧建仓的股价仍处于低位或者股价继续上行的空间较大，投资者可以考虑采用等差等金额加仓法，这样可以保证你在低位时获得足够多的加仓次数。但无论何时，右侧交易者都应该慎用等比等金额加仓法，因为这种加仓方法极易导致持仓成本过高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，在实际应用中，还存在基于指数涨跌幅的等比等金额加仓法与等差等金额加仓法。例如，以沪深300指数为基础，指数每跌20%则以相等金额加仓一次，就是指数化的等比等金额加仓法；而指数每跌300点则以相等金额加仓一次，就是指数化的等差等金额加仓法。但是，这两种加仓方法只适用于那些与大盘同步性较高的股票（如券商股）或基金品种（最常见的品种就是指数基金）。

（2）金额递增加仓法

金额递增加仓法，是指在市场上涨或下跌过程中以逐级增加投资金额的方式持续购买股票的方法，常见的包括“金额等差递增”加仓法与“金额等比递增”加仓法。例如，每次加仓金额比上一次多1万元，即1万元、2万元、3万元、4万元……为金额等差递增加仓法；而每次加仓金额比上一次多1倍，即1万元、2万元、4万元、8万元……就是金额等比递增加仓法。依据买入时机的不同，这两种加仓方法又可以分为以下几种，如表9－3所示。

表9－3 金额等差递增加仓法与金额等比递增加仓法

买入时机	金额等差递增加仓法	金额等比递增加仓法
按相等的时间周期间隔买入	定期金额等差递增加仓法	定期金额等比递增加仓法
按相等比例（涨）跌幅买入	等比金额等差递增加仓法	等比金额等比递增加仓法
按相等差额（涨）跌幅买入	等差金额等差递增加仓法	等差金额等比递增加仓法

总体来说，金额递增加仓法更适用于左侧交易，因为无论是在左侧交易还是在右侧交易中，这种加仓方法需要的资金量都非常大，且以右侧交易为甚。因此，在右侧交易中应尽量避免使用这种加仓方法，否则风险极大。当然，如果左侧交易者有足够的资金通过这种方法完成加仓，不仅能迅速降低持仓成本实现盈利，所带来的收益也可能是最大的。下面，我们就通过一个案例来直观感受一下。假设一位投资者准备了5万元用于加仓，分别采用等金额加仓法、金额等差递增加仓法、金额等比递增加仓法进行买入，一共加仓5次，等金额加仓法每次加仓1万元，金额等差递增加仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法每次增加 1 万元，金额等比递增加仓法每次增加 1 倍。

表 9－4 三种加仓方法对比

加仓次数	等金额加仓法	金额等差递增加仓法	金额等比递增加仓法
1	1 万元	1 万元	1 万元
2	1 万元	2 万元	2 万元
3	1 万元	3 万元	4 万元
4	1 万元	4 万元	8 万元
5	1 万元	5 万元	16 万元

如表 9－4 所示，很显然，三种加仓法中耗费资金速度最慢的当属等金额加仓法，金额等差递增加仓法次之，最快的是金额等比递增加仓法。当加仓至第 3 次时，采用金额等比递增加仓法不仅已将 5 万元的加仓资金消耗殆尽，还需要 2 万元资金才能完成第 3 次加仓。而如果要继续完成后面 2 次加仓，则还需要 31 万元。因此，资金有限的投资者在实际交易中应该慎用金额等比递增加仓法。如果投资者一定要采用这种方法，可以借助以下几个技巧来降低资金的消耗速度。

一是减少初始加仓金额。在上述案例中，如果将初始加仓金额由 1 万元降低至 1000 元，就能完成 5 次加仓。

二是减少加仓的比例。在上述案例中，每次加仓的比例为 100%，这种加仓方式又称为“金额翻倍加仓法”。如果将每次加仓的比例由 100% 减少至 20%，所需的资金则要小得多。

三是减少加仓的次数。在上述案例中，可以将加仓的次数由 5 次减少至 2 次。由于金额翻倍加仓法会造成资金需求量呈几何式增长，因此在实际应用中常见的金额翻倍加仓法有两种：一种是二挡翻倍加仓法，另一种是三挡翻倍加仓法。二挡翻倍加仓法就是将加仓资金分成 3 等份，在行情下跌过程中第一次加仓 1/3，第二次加仓剩余的 2/3。三挡翻倍加仓法就是将加仓资金分成 7 等份，第一次加仓 1/7，第二次加仓 2/7，第三次为 4/7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）金额递减加仓法

金额递减加仓法，是指在市场上涨或下跌过程中以逐级递减投资金额的方式持续购买股票的方法，包括“金额等差递减”加仓法与“金额等比递减”加仓法。金额递减加仓法可以看作反向的金额递增加仓法，因此在加仓方式上完全相同，只是方向相反。

表 9-5　两种相反方向加仓方法对比

金额等差递增加仓法	金额等差递减加仓法	金额等比递增加仓法	金额等比递减加仓法
2000 元	8000 元	2000 元	16000 元
4000 元	6000 元	4000 元	8000 元
6000 元	4000 元	8000 元	4000 元
8000 元	2000 元	16000 元	2000 元

在实际交易中，金额递增加仓法多见于左侧交易，而金额递减加仓法常见于右侧交易。左侧交易者在股票下跌过程中，采用金额递增加仓法可以摊薄持股成本，有利于尽早盈利。而金额递减加仓法则会导致持股成本过高，只能在股价下跌空间有限时使用。对于右侧交易而言，在上涨的初期可采用金额递增加仓法以迅速完成建仓。但在股价不断走高的过程中，为了控制风险，需要减少高价筹码的比重时，则应该采用金额递减加仓法。

份额加仓法

（1）等份额加仓法

等份额加仓法，是指在市场上涨或下跌过程中以相等的投资份额持续购买股票的方法。例如，投资者以 10 元的价格建仓一只股票，当股票跌至 9 元时加仓 1000 股，跌至 7 元再加仓 1000 股，跌至 5 元加仓 1000 股……

与等金额加仓法类似，等份额加仓法也可以分为定期等份额加仓法，等比等份额加仓法和等差等份额加仓法。不同之处在于加仓基础由“金额”变成了“份额”。相对于等金额加仓法，在下跌过程中采用等份额加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓法会使左侧交易者在相同的时间内获得的股票数量更少，而耗费资金的速度也会更慢。例如，一位投资者分别采用等金额加仓法和等份额加仓法进行10次加仓，等金额加仓法每次加仓1万元，等份额投资每次加仓1000股。两种加仓方法的具体情况，如表9－6所示。

表9－6　等金额与等份额加仓法对比

加仓次数	加仓时股票价格	等金额加仓法	等份额加仓法
1	10元	1000股	1000股
2	9元	1111股	1000股
3	8元	1250股	1000股
4	7元	1429股	1000股
5	6元	1667股	1000股
6	5元	2000股	1000股
7	4元	2500股	1000股
8	3元	3333股	1000股
9	2元	5000股	1000股
10	1元	10000股	1000股

经过计算可以发现：采用等金额加仓法完成10次加仓，10万元全部用完，获得的股票总数量为29290股。采用等份额加仓法完成10次加仓，获得的股票总数量为10000股，但只花费了5.5万元，还有4.5万元资金可以使用。因此，对于资金有限的投资者或未来仍有较大下跌空间的股票，可优先考虑采用等份额加仓法。反之，如果投资者的资金足够多或股票未来的下跌空间有限，可考虑等金额加仓法。

（2）份额递增加仓法

份额递增加仓法类似于金额递增加仓法，是以逐级增加投资份额的方式持续购买股票的方法，包括“份额等差递增”加仓法与“份额等比递增”加仓法。

（3）份额递减加仓法

份额递减加仓法，是以逐级减少投资份额的方式持续购买股票的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，包括“份额等差递减”加仓法与“份额等比递减”加仓法。同样地，份额递减加仓法也可以看作反向的份额递增加仓法。

以上就是股票投资中几类最基本的加仓方法，投资者可以根据各自的特点以及风格、流派、资金量等因素综合考虑后进行选择。

三种加仓模式

按照加仓完成之后交易持仓的整体分布形态，这些加仓方法又可归类为三种加仓模式：金字塔加仓模式、倒金字塔加仓模式、矩形加仓模式。金字塔加仓模式的整体仓位形态为“底大顶小”，倒金字塔加仓模式为“底小顶大”，矩形加仓模式则为“顶底等大”，如图9－1所示。

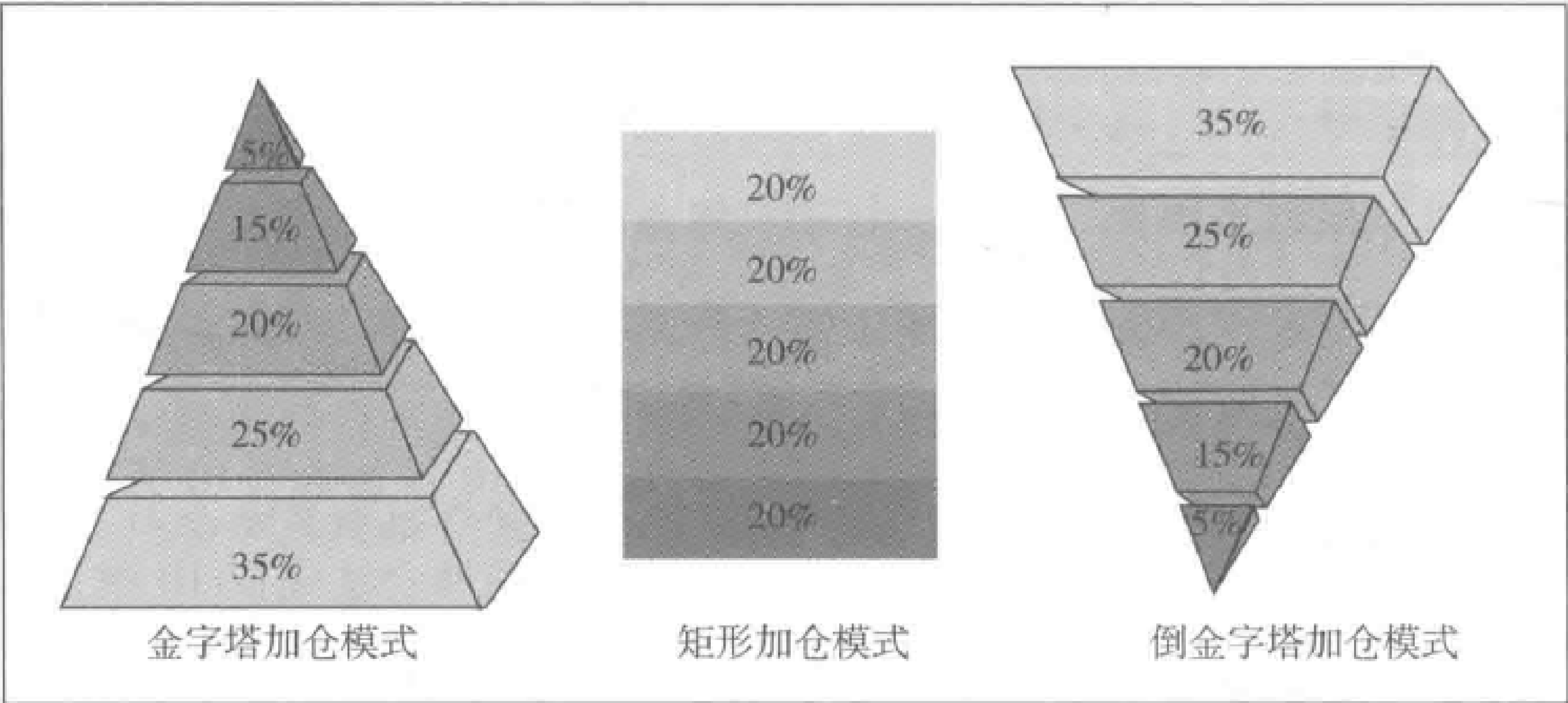


图9－1　三种基本加仓模式

无论是左侧交易还是右侧交易，都可以采用这三种加仓模式。但有两点需要特别注意：首先，加仓方法与加仓模式二者之间，并没有必然的联系。一方面，同一种加仓模式基于左侧交易与右侧交易的区别会呈现出不同的加仓方法。因为左侧交易的加仓原则是越跌越买，而右侧交易的加仓原则是越涨越买。以金字塔加仓模式为例，左侧交易是从上往下加仓，右侧交易则是从下往上加仓（见图9－2）。因此，左侧交易中的金字塔加仓模式为金额递增加仓法，而右侧交易中的金字塔加仓模式则为金额递减加仓法。另一方面，同一种加仓方法基于左侧交易与右侧交易的区别也会呈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出不同的整体仓位形态。以金额等比递增加仓法为例，在左侧交易中表现为金字塔加仓模式，但在右侧交易中则表现为倒金字塔加仓模式。其次，如果这三种加仓模式同时采用“金额”和“份额”两种划分标准，则很容易产生混淆。例如，等金额加仓法，如果从金额的角度来看就属于矩形加仓模式，但如果从份额的角度来看就属于金字塔加仓模式（见图9－3）。因此，我们在这里作出规定：对于所有加仓模式的划分标准如果没有特殊说明，一律是指金额，而并不是针对份额来划分的。

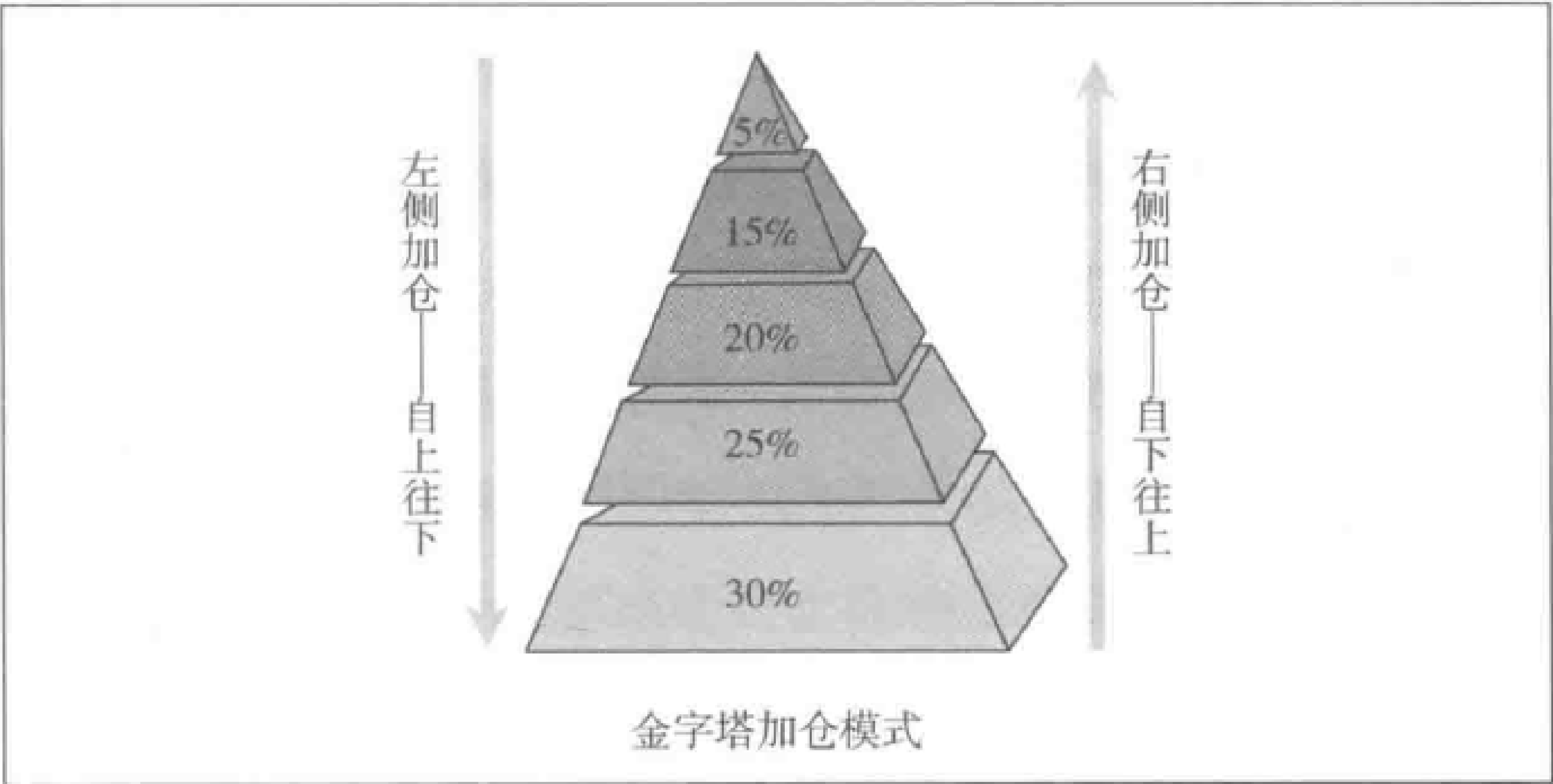


图9－2 金字塔加仓模式在左侧交易与右侧交易中加仓方向相反

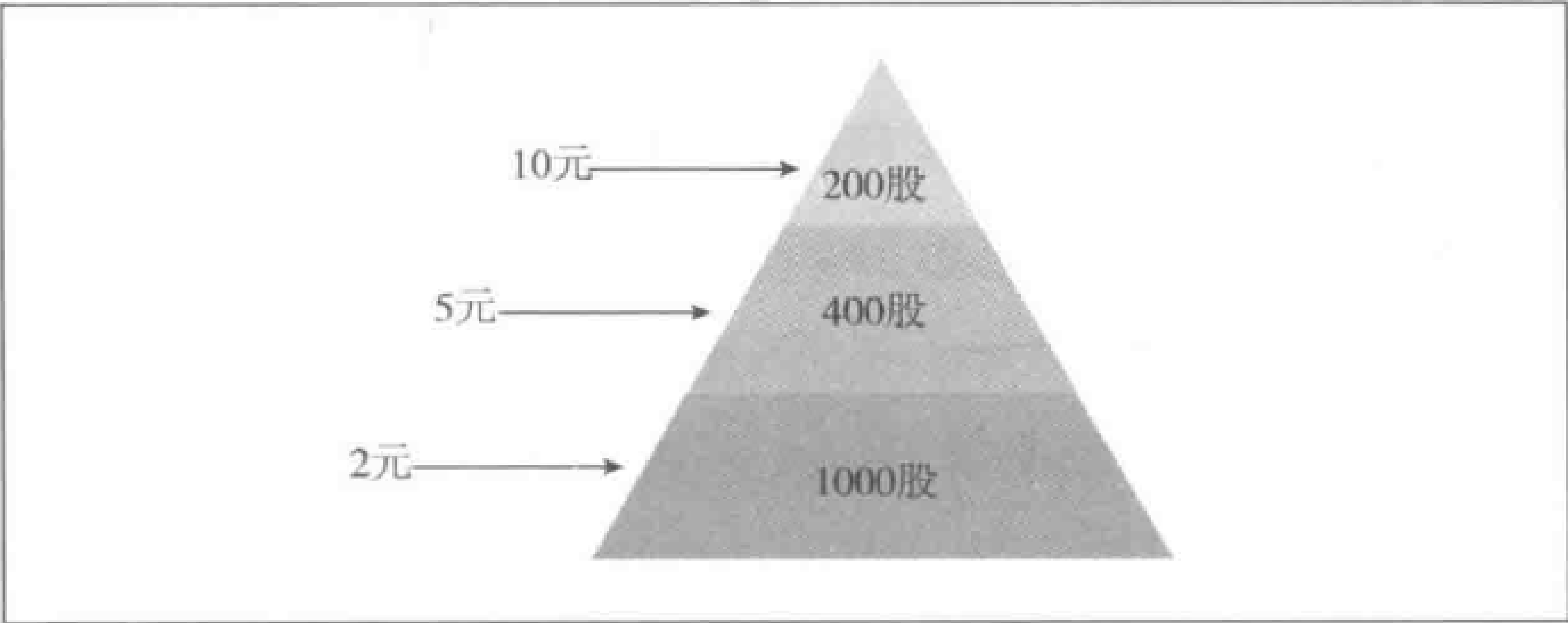


图9－3 等金额加仓法其份额的仓位形态呈金字塔形

确定了加仓模式的划分标准，这三种加仓模式的定义就自然清楚了。

矩形加仓模式：就是在交易中采用一个固定的资金额度加仓，仓位形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态像一个矩形，故而得名。等金额加仓法就属于矩形加仓模式。

金字塔加仓模式：是最常用的一种加仓模式。就是股价越低，加仓的资金越多，股价越高，加仓的资金越少。

倒金字塔加仓模式：与金字塔加仓模式相反，即股价越高，加仓的资金越多，股价越低，加仓的资金越少。

区别三：减（清）仓方式

左侧交易者会选择在股市上涨见顶之前逐渐卖出，其优点是更可能在盈利时成功卖出，而无须止损；缺点则是如果过早卖出，也会使盈利空间受限。特别是在大牛市中，左侧交易者需要在心理上抵挡股价继续上行的诱惑。右侧交易者则是在下跌趋势形成后或市场发出“技术信号”后卖出，优点是可以回避大部分下跌风险，缺点是在出现明确的卖出信号之前股价跌幅往往已经不小了，如果对下跌“信号”判断不准，则同样会面临不小的风险，有时必须忍痛止损。

对于股票的卖出交易同样可分为：金字塔减仓模式、倒金字减仓模式、矩形减仓模式，只是在交易方向上与买入相反而已。金字塔减仓模式就是股价越低卖得越多，股价越高卖得越少，一般适用于股票上涨中末期，可以迅速卖出股票。倒金字塔减仓模式就是股价越低卖得越少，股价越高卖得越多，一般适用于股票上涨的中早期，可以获得最大的收益。矩形减仓模式就是等金额依次卖出，收益介于倒金字塔卖出模式与金字塔卖出模式之间。在这里，笔者再重点介绍几种左侧交易中特殊的卖出策略。

保本卖出策略

保本卖出策略是一种以防御为主的交易策略，在某种程度上来说也是一种“绝不亏损”的投资理念。保本卖出策略包括“绝对保本卖出”和“相对保本卖出”。所谓“绝对保本卖出”，就是投资人先卖出股票，保住用于购买股票的全部本金。例如，投资者花 3 万元买入了一只股票，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市值上涨至5万元，先卖出3万元市值的股票收回本金，这样一来剩下的2万元市值的股票成本就变为零。

相对保本卖出策略，比绝对保本卖出更为灵活——它不是以保住全部本金为目标，而是设定一个“不允许亏损的限额”，即投资者在最坏的情况下不愿损失的那一部分金额。例如，一位投资者设定的“本”为投资总金额的一半，那么他应该在所持有股票总市值达到投资本金的1.5倍时，先卖出1/3以保其本。剩余的持股可以逐步卖出，如股价每上涨20%，就卖出1/5的持股。借助这两种保本卖出方法，投资者可以提前锁定利润，降低收益回撤风险。

翻倍卖出策略

与金额翻倍加仓法类似，翻倍卖出策略也有两种：一种是二挡翻倍减仓法，一种是三挡翻倍减仓法。唯一需要注意的是，翻倍卖出策略是以持股份额为计算标准。二挡翻倍减仓法就是将全部持股份额分成3等份，在行情上涨过程中第一次减仓1/3，第二次减仓剩余的2/3。三挡翻倍减仓法就是将全部持股份额分成7等份，第一次减仓1/7，第二次减仓2/7，第三次为剩余的4/7。在左侧交易中采用翻倍卖出策略，可以实现利润最大化。

综上所述，左侧交易与右侧交易在建仓、加仓、减仓等诸多方面均存在明显差异。因此，投资者首先必须明确自己到底是左侧交易者还是右侧交易者，然后再去具体考虑采取哪一种建仓、加仓、减仓方式。否则，在投资时如果乱用一气，则很容易导致失败。那么，应该如何确定自己是左侧交易者还是右侧交易者呢？简单来说，就是“价值向左，技术向右”。所谓“价值向左，技术向右”，即价值投资者（包括巴菲特、彼得·林奇、安东尼·波顿等在内）大多采用左侧交易，而技术分析派投资者则基本采用右侧交易。因为价值投资的“买点”和“卖点”总是最先在左侧出现，而技术分析的“买点”和“卖点”总是在右侧才明确。当然，需要特别指出的是：左侧交易者不一定都是价值投资者，但价值投资者却基本都是左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

侧交易者。区分一般左侧交易者与价值型左侧交易者的唯一标准就是安全边际。一般的左侧交易者可能在股价下跌到一定程度或中长期投资价值开始凸显时，便开始提前买进抄底。也就是说，他们可能在安全边际之上就已经开始抄底了，而价值型左侧交易者则一定要等股价跌到安全边际时才开始动手。毫无疑问，巴菲特就是这样一位典型的价值型左侧交易者，而且是当股价低于安全边际时越跌越买。

急流勇退

聊完了巴菲特在熊市中的表现，我们再来说说牛市。自从 20 世纪 50 年代正式开始投资事业之后，巴菲特一共经历了五次大牛市。在这五次大牛市中，巴菲特又是如何应对以确保业绩长期稳定增长的呢？下面，我们就来看看巴菲特在历次大牛市中的所作所为。

巴菲特的 5 次牛市经历

1956—1966 年的十年间，美国股市的涨幅仅有 1.26%，而同期巴菲特的业绩却超过 10 倍，远远跑赢大盘。1967 年，巴菲特迎来了自己投资生涯中的第一次大牛市。这一年美国标准普尔 500 指数大幅上涨超过 30%，成交量创出近十年的历史新高。1968 年，股市继续上涨了 11%，道琼斯工业指数突破 990 点，日平均成交量甚至比上一年的最高纪录还多出 30% 以上，致使证券交易所因交易单据过多而一度陷入混乱，但整个华尔街上却到处充满了欢乐的气氛。1969 年，道琼斯工业指数突破了 1000 点大关，成交量较 1968 年继续攀升，股市已到了非常疯狂地步，但市场上却几乎嗅不到一丝恐惧。许多股票的市盈率高企，当时思乐公司的股票市盈率高达 50 倍，雅芳公司高达 96 倍。股市天天涨让巴菲特非常痛苦，因为当时已经找不到便宜的股票可以买了。他待在家里思前想后整整半年，最终做了一个艰难的决定：解散巴菲特合伙有限公司，将资金归还给投资合伙人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也正是这一决定，让巴菲特躲过了随后的股市大跌。

进入20世纪70年代不久，巴菲特就迎来了他人生中的第二次大牛市。1972年美国股市再次高歌猛进，大盘涨了19%。当时有所谓的“漂亮50股”最受市场追捧，并使这些股票的平均市盈率高达80倍以上。由于股价飙涨，使巴菲特再次为无法买到便宜的股票而苦恼，于是他开始大量抛售股票，只保留少数几家公司的股票。最终，他将股票的投资仓位降低至16%，其余84%的仓位都是现金和债券。当时的巴菲特虽然手握1亿多美元的现金，却什么“便宜货”也买不到。面对这种情况，他也只得隐忍以等待机会。不久股市开始大幅下挫，他也再次逃过一劫。

又过了十余年，巴菲特遇到了他人生中的第三次大牛市。1984—1986年，美国股市疯狂上涨，三年不到的时间里涨了1.5倍。至1987年时，市场上涨的劲头依然不减——前10个月大盘又上涨了40%多。此时的巴菲特却非常冷静，他说：“现在的大牛市即使下跌50%，也不足为奇。”他还在1986年伯克希尔公司《致股东的信》（发布于1987年3月4日）中不断提醒投资者：“当我在写这篇文章之时，整个华尔街几乎嗅不到一丝的恐惧，反而到处充满着欢乐——没有理由不这样啊？还有什么比参与一场牛市更令人振奋的，在牛市中公司股东得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。”实际上，巴菲特从1985年开始就已经在抛售股票了。到1987年暴跌前，巴菲特基本上已将所有股票清仓，除了三只他曾宣称“死了都不卖”的股票：华盛顿邮报、大都会/美国广播公司、GEICO保险（此时，巴菲特还没有开始投资可口可乐公司的股票）。

十年后，巴菲特遇到了第四次大牛市。1999年，美国的标准普尔500指数上涨了21%，而巴菲特这一年的业绩却仅仅只有0.5%——这是他数十年来相对业绩最差的一年。而他之所以在这次大牛市中没有赚到钱，是因为他持有的都是可口可乐等传统行业的股票，网络股和科技股一只都没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有买。不幸的是，网络股与科技股恰恰是这轮大牛市的主要推动力量，所以巴菲特只得无奈地面对“满仓踏空”“赚了指数不赚钱”等尴尬局面。但是，网络科技股的疯狂并未让巴菲特动心，媒体的批评和质疑也并未让巴菲特动容，在整个大牛市期间，他依然是“我行我素”。因为他清楚自己的能力圈，自己无法确定网络公司或科技公司未来的竞争优势究竟如何。最终，巴菲特也幸运地躲过了随后长达三年的股市暴跌。

巴菲特遇到的第五次大牛市是在2007年。2003—2007年，标准普尔500指数再度上涨近1倍，至2007年到达峰值时创下了1576.09点的最高收盘价。美元泛滥导致全世界经济过热，包括商品和房地产在内的各种资产价格泡沫日益膨胀，给全球经济带来了表面的繁荣。企业并购活动开始呈现出繁荣的景象，并接连创出新的历史纪录，股市的波动率也再次开始回升。数以百万的投资者蜂拥入场，开始参与这“击鼓传花”的游戏，并沉溺于牛市的疯狂之中。此时的巴菲特似乎已经嗅到了危险的气味，并开始增持现金以蛰伏待机。截至2007年第二季度末，伯克希尔公司账面上的现金与固定收益证券之和高达719亿美元。很显然，巴菲特早已为随时到来的暴跌做好了准备。后面的结果，自然是世人皆知——金融海啸爆发并迅速席卷全球。

从巴菲特在历次大牛市中的表现来看，每当股市的疯狂尚未到达巅峰之时，巴菲特就已经开始逐渐退出股市，根本不会参与牛市的最后一波行情。因为他不仅相信大牛市不可能一直持续，过高的股价最终必将回归价值；而且还认为越是大牛市其投资获胜的概率越低，而在获胜概率越来越低的时候，自然就应该选择离开市场。所以，他会将股票减持或清仓，以换取现金并耐心等待下一个抄底机会的到来，然后冷眼旁观他人在股市中“搏傻”。待到股市跌得“一地鸡毛”之时，他才会大规模进场，逐一捡拾他人手中“带血”的廉价“筹码”。巴菲特的成功经验告诉我们：学会提前离场，是每一位价值投资者走向成功的必经之路。一旦股市疯狂上涨到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前所未有的高度，就需要抱一份戒心，选择暂时退出并等待更好的时机出现。而所有的忍耐和等待都是值得的，最终一定会给你丰厚的回报。

辨别牛熊：“巴菲特指标”

既然巴菲特习惯在牛市中选择提前离场，那么我们不禁要问：他又是如何把握牛市中退场时机的呢？事实上，在资本界的长期摸爬滚打早已让巴菲特练就敏锐的市场嗅觉。而构成这种敏锐市场嗅觉的，除了一些主观性的个人经验和灵感，还包括一些独特的方法和技巧。根据这些方法和技巧，巴菲特可以准确地判断出市场是过冷还是过热。在这方面，最有名的当属“巴菲特指标”——即一个国家股市的总市值除以国民生产总值（GNP）。当然，这个指标还有一个更学术化的名字——资产证券化率，反映一个国家资产总额中被证券化资产的占比。资产证券化率很像一个股市市盈率，但它针对的是股市总体，而不是某一只股票。1999 年 11 月 22 日，美国《财富》杂志发表了一篇题为《巴菲特先生论股市》的文章。在这篇文章中，巴菲特首次提到了这一指标，并运用该指标告诫投资者，要警惕网络科技股的泡沫风险。2001 年 12 月 10 日，《财富》杂志再次以同样的标题发表了一篇文章，并对 1999 年的文章做了进一步总结和补充。在这篇文章中，巴菲特说道：“在任何时候，这可能依然是衡量股市估值的最佳单一手段……如果这个比值落在 70% 或 80% 附近，购买股票是个不错的选择。如果这个比率接近 200%，就像 1999 年和 2000 年的一段时间里那样，那你就是在玩火。”

一般来说，“巴菲特指标”高于 100% 即代表股市过热，低于 50% 则代表股市被低估。这一指标过去 5 次在美国股市中出现峰值的时间为 1969 年、1972 年、1987 年、2000 年和 2007 年。1987 年，美国股市总市值/GNP 总量之比超过 150%，随之而来的便是惊心动魄的美股股灾。2000 年，美国股市总市值/GNP 总量之比高达 183%，随之而来的便是美国股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网泡沫的破灭。2007 年，美国股市总市值/GNP 总量之比超过 130%，随之而来的便是排山倒海式的股市暴跌。这五次“巴菲特指标”峰值之后的平均下跌幅度超过 50%，平均下跌持续时间超过 2 年。由此可见，“巴菲特指标”过高是一个非常重要而且有效的提前离场警示信号。巴菲特之所以每次都能安然躲过牛市之后的股市大暴跌，正是因为他早在牛市冲天之时，就已经根据这一指标所发出的警示信号，大幅减仓提前退场。虽然这个方法看起来太简单又有点草率，但背后的逻辑其实十分合理。因为一个国家的股市总市值不可能长期高于一个国家的经济产出，这类似于巴菲特的另一个观点——股价的表现不可能永远超过内在价值的表现。因此，当股市总市值超过 GNP 时，投资者就应该要小心了，而且“巴菲特指标”的数值越高，则被低估的股票就越少。

那么，“巴菲特指标”是否适用于美国以外的证券市场？我们先来看一组数据：

1989 年日本牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 146%；

2000 年英国牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 188%；

2000 年法国牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 103%；

2007 年韩国牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 107%；

2007 年中国 A 股牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 136%；

2015 年中国 A 股牛市顶峰时，股票总市值与 GNP 之比达到 122%。

显而易见，“巴菲特指标”同样适用于大多数国家和地区的股市，一旦高于 100% 就应该警惕风险了。但投资者在应用“巴菲特指标”时，要注意不能简单地盲目套用。使用这一指标分析任何一个国家或地区的股市，必须以其历史表现作为最重要的参照基准。例如，德国股市由于融资结构等因素的差异，“巴菲特指标”一直偏低。2000 年峰值时也仅为 65%，最低值仅为 16%，历史均值水平仅 38%。而中国证券市场发展较晚，1990 年上海证券交易所成立时“巴菲特指标”小于 1%，到 2007 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到峰值 136%，历史均值水平低于 50%。

该出手时就出手

在资本市场上，“卖出”同样是一门大学问。股市里有句谚语：“会买的是徒弟，会卖的是师傅。”巴菲特之所以能成为资本江湖里“独孤求败”一般的大师，当然不仅仅是因为他敢在暴跌之中买入廉价的股票，更因为他是一位顶级的卖出高手。巴菲特极少会在市场下跌时卖出，却是多头市场中少见的“减仓”派——只要价钱合适就会选择获利了结。与众多技术派投资者“追涨杀跌”的操作方式不同，巴菲特玩的是“熊市买、牛市卖”的“低吸高抛”套路。在上一节我们已经了解了巴菲特在牛市中总体的仓位管理原则就是提前离场，而他在牛市中提前减仓的判断标准为“巴菲特指标”；但如果具体到每一只股票，他的卖出或减仓依据又是什么呢？

卖出标准

我们知道，巴菲特对公司股权的投资分为两种：企业并购与单纯性的普通股投资。虽然这两类投资的买入标准并无二致，但巴菲特对这两类投资的卖出却持有不同的态度。对并购所得的公司，巴菲特为了保持对公司的绝对控股，一般不会轻易减仓，除非公司的基本面恶化，迫使他想要抛售这家公司。因此，我们在这一部分所讨论的股票卖出操作仅仅是针对巴菲特的“普通股投资”来说。一般而言，如果出现以下几种情况，巴菲特就会考虑抛售或减持手中的股票。

该公司的股票已经被市场高估

巴菲特买入一只股票后，一般会持续持有到股价达到或超出公司的内在价值，才会选择卖出。因为当一家公司的股价达到并超过公司的内在价值时，就意味着这只股票开始被高估。假设巴菲特找到了一家当时内在价值为每股 30 美元的公司，而这家公司的股价只有 10 美元——低于巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"4 折"的安全边际。于是，巴菲特决定买入这只股票。几年后，这只股票的价格涨到了每股 30 美元。巴菲特是否会卖出这只股票呢？首先，他会再次分析公司的"基本面"并重新计算公司目前的内在价值。如果此时股票的内在价值仍然是每股 30 美元，表明公司的成长潜力可能不大。巴菲特会以每股 30 美元左右的价格抛出这只股票。而如果此时股票的内在价值已经达到每股 50 美元，表明这家公司一直处于不断成长之中，巴菲特会考虑继续持有这只股票，直到股价涨至每股 50 美元的时候再考虑是否需要卖出。如果股价在短期之内涨势强劲并迅速超过了 50 美元，那么巴菲特则会选择逐步减仓，越涨越减。一般来说，每当大牛市来临的时候，就是巴菲特减仓股票、兑现利润的天赐良机。但是，在牛市中提前减仓，常常导致他牛市中的投资业绩仅处于中下水平，且跑输市场。然而一旦熊市来临，则完全是巴菲特的"表演时间"。

找到了更值得投资的公司或市场

实际上，巴菲特除了善于"变换仓位"——在熊市之中不断增加仓位，在牛市之中不断降低仓位，他还非常精通"偷梁换柱"——把"高估"的股票换成"低估"的股票。股市有时会出现结构性的分化行情，一部分股票暴涨，而另一部分股票却不涨甚至下跌。在这种情况下，巴菲特会选择卖出手中原有的高估股票，买入低估的优质股票。如果巴菲特发现了一只新股票，并确定其质地和成长性都比原有股票高出许多，或者比原有股票更加低估，但此时手头上却没有足够的资金，他会考虑卖出原来持有的股票，以筹集资金购买新的股票。

巴菲特在 1958 年《致合伙人的信》中，就曾详细讲述过自己"调仓换股"的经验："为了便于各位合伙人更好地理解我们的投资方法，在这里我们要回顾 1958 年的一个具体投资实例。去年我提到我们手中最大的一只持股约占我们合伙公司所有资产的 10% ~20%。我必须得指出，我非常乐意这只股票的价格是下跌的或者保持稳定，这样我们就可以建立更大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头寸。正是这个原因，这只股票也许会在牛市中拖累我们的相对表现。”

“这只股票就是位于新泽西州的尤宁市联邦信托公司（Commonwealth Trust Co. of Union City）。在我们开始买入这只股票时，它的内在价值保守计算约为每股125美元。不过，尽管它的每股收益达到10美元，却出于某种正当理由不分配现金股息，而这正是导致这只股票股价低迷至每股只有50美元的主要原因……1958年后期，我们成功地找到了另一只非常好的股票，我们能够以一个很有吸引力的价格大量买入而成为其第一大股东，因此，我们以每股约80美元的价格通过大宗交易整体卖出了我们持有的所有联邦信托公司股票，尽管这笔大宗交易的价格较当时的市场行情低了约20%。”

当然，巴菲特的“偷梁换柱”并不仅仅局限于股票之间，还存在于不同的市场之间。2009—2015年，美国股市已经连续7年保持上涨，股市大跌的风险逐渐积聚。2015年巴菲特开始将目光投向了持续低迷的澳大利亚股市，并向澳大利亚保险集团公司（Insurance Australia Group，IAG）投资了3.88亿美元。相对于欧美和日本等其他发达国家的股票市场，澳大利亚股市的估值要便宜约10%。此时的澳大利亚股市正处于近十年来最低的估值水平——股市平均市盈率只有15.8倍，比澳大利亚股市历史平均市盈率还要低1%。对于巴菲特来说，这无疑是买入股票的天赐良机。因此，伯克希尔公司计划每年再投入20亿美元用于购买其他澳大利亚公司的股份。巴菲特在接受媒体采访时表示：“等2~3年后再来看，你会发现我们可能已经买入了4~5家澳大利亚公司的股票。我们将在未来10年、20年甚至30年都在澳大利亚股票市场上进行投资。只要澳大利亚的股票市场能让我们感到满意，我们就会在此长期投资。”实际上，优质却低估的股票或市场无论低迷多长时间，都必将回归价值。而坚守“低估”市场和股票的巴菲特，也必将“守得云开见月明”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的经营基本面恶化

价值投资者作为左侧交易者，一般不会主动止损。然而有一种情况例外，即所买入的公司经营基本面出现恶化。无论是经济下行，还是管理层的失误，抑或行业竞争导致的公司基本面恶化，都表明公司的“护城河”正在被攻破，都需要警惕其可能带来的投资风险。如果所买入的公司经营基本面不再符合巴菲特的持股标准，无论是牛市还是熊市，巴菲特都会将其“立斩不赦”。反之，如果仅仅是宏观经济层面传出了负面消息，而公司的基本面状况并未改变，即使股价突然下降，巴菲特也会不为所动，不会盲目地跟风抛售。

“错行”累累，依然屹立股林

在上述三种卖出情况中，前面两种属于主动卖出，自然能够以盈利而告终；最后一种则是被动卖出，卖出时往往不得不面临亏损。一旦出现了这种因被动卖出所导致的投资亏损，就意味着巴菲特在投资上“犯错”了。然而这种“犯错”，在巴菲特的投资生涯中其实并不少见。

1966 年，巴菲特收购了 Hochschild Kohn 百货公司。三年后，幸运地仅能够以保本价将其出售。

1993 年，巴菲特动用了价值 4.43 亿美元的伯克希尔公司股票收购了美国鞋企 Dexter 公司，最后全部赔光——巴菲特将其看成是一生中最惨痛的失败。

2008 年，巴菲特犯了一个更严重的错误——在油价和天然气价格接近最高点时增持康菲石油股份，遭遇大幅亏损。

2008 年，巴菲特投资 2.44 亿美元购买了两家爱尔兰银行的股票，结果两家银行的股价到年底时狂跌了 89%。

2012 年，巴菲特斥资 23 亿美元购买了 4.15 亿股乐购公司的股票。两年后，巴菲特将乐购股票全部清仓，最后亏损了 4.44 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年，巴菲特花费 20 亿美元投资的能源期货控股公司（Energy Future Holdings）申请破产保护，巴菲特承认这是一个重大的投资失误。

……

那么我们不禁要问：巴菲特为何“错行”累累，却依然能屹立股林不倒呢？这其中的玄机，耐人寻味。首先需要特别指出的是，巴菲特对于错误的看法是与众不同的——他认错的理由是因为所购买的公司基本面恶化，而并不是因为亏损。相反，如果公司的基本面未出现重大变化，但股价却出现了下跌，巴菲特反而会认为这是个机会。2011 年，巴菲特与科技股有了第一次亲密接触，他斥资 109 亿美元购买了 6390 万股 IBM 公司的股票。四年过去了，巴菲特因 IBM 股价下跌亏损了 20 多亿美元，亏损幅度超过 15%。然而巴菲特持有 IBM 股票的坚定信心却并未动摇，并在下跌趋势中继续买入。截至 2015 年第三季度，伯克希尔公司对 IBM 公司的持股比例由原来的 5.5% 增加至 8.3%，并成为该公司的第一大股东。巴菲特表示，“我们喜欢这样的价格下降”，因为这样的话只要有资金就可以不断增加自己的持仓。

除了与众不同的错误界定标准，巴菲特对于如何化解错误所导致的危机也挺有一套“心得”。

第一，客观对待犯错。对于投资来说，导致亏损的根源不在于公司的好坏，而在于投资者本人对所投资的公司做出了错误的评估和决策。因为一家公司无论是好还是不好，它都在那里；没有一家公司会逼你去买它。若你将一家不好的公司当成好公司买入，那只能怪自己“有眼无珠”。只有如此客观坦诚地对待自己的错误，才可能有机会弥补犯错所带来的不良后果。

第二，不要害怕犯错。任何投资者都不可能避免犯错，“股神”也难免有看走眼的时候。有一次，伯克希尔旗下的中美洲能源公司 CEO 大卫·索科尔（David Sokol）因投资不利而惴惴不安。当他把事实告诉巴菲特后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的反应让他惊呆了。巴菲特只是云淡风轻地说："大卫，我们都会犯错。要想不犯错误，只能不做决策。"同时他表示自己也曾犯过"许多更大的错误"。巴菲特认为，一生中真正需要做好的事情其实很少，只要不把太多的事情办砸就行。

第三，少犯错。从博弈的角度来看，投资是一项比谁少犯错误的竞赛。因为谁犯的错越少，谁获胜的机会也就越大，少错就是赢。尽管巴菲特犯错的次数并不少，但相对于他整个投资生涯来说，其实已经相当少了。而要做到少犯错，除了要谨慎决策，还要从仓位管理的角度来平衡犯错的数量——面对已经出现的错误，一个最简单的化解方式，就是减少在其他投资中犯错的概率。假设巴菲特在一年中有 5 项投资，若在其中一项投资上已经犯了错误，那么剩下的 4 项投资就必须由"进攻"转向"防御"——降低风险偏好和收益预期，以提高收益的确定性，最终在整体上保证少犯错与不亏损。

第四，犯小错。巴菲特犯的错之所以不致命，是因为犯的都是"小错"。而要做到这一点，不仅要做到犯错的次数少，更重要的是每次犯错时的下注仓位要小，这样一来错误在所有投资中所占的权重才小。无论是 1966 年的 Hochschild Kohn 百货公司，还是 2008 年的康菲石油，巴菲特都善于通过控制投资的仓位来降低可能出现的"黑天鹅"风险。1966 年，巴菲特收购 Hochschild Kohn 百货公司的投资成本约为 500 万美元，而当时巴菲特合伙公司的总资产约为 5000 万美元，这笔投资约占其总资产的 10%左右。2008 年一季度末，伯克希尔公司用于投资的现金 311.02 亿美元、股票 725.54 亿美元、固定收益证券 317.75 亿美元，三项合计 1354.31 亿美元。巴菲特在 2008 年投入 70 亿美元购买的康菲石油，实际上只占了 5%左右的仓位。如果将并购子公司的资产计算在内，这笔投资的实际仓位应该更小。在前面我们曾经谈到过，巴菲特在单只股票上下注的最大极限仓位为 40%。如果一次性就在一家公司上下注 40%是非常危险的做法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而采用分批下注来“花完”这40%的仓位无疑更为安全。这样有利于避免“因自己一时冲动”所带来的风险，一旦犯错可以迅速地脱身。

第五，千方百计摆脱错误。一旦巴菲特认识到自己犯错了，他会迅速认错，并千方百计摆脱错误，以减少错误所带来的损失。巴菲特除了能够通过套利交易、调仓换股、合理避税等一系列手段来弥补损失，还能利用资本的力量影响市场，实现扭亏为盈。在这方面，最著名的案例当属对所罗门公司的投资。我们之前谈到过，巴菲特曾于1987年购买了所罗门公司7亿美元的优先股。然而，所罗门公司却在1991年因为“国债违规操作”事件濒临破产。为了不让自己7亿美元的投资付诸东流，巴菲特临危受命——于1991年被迫接受了所罗门公司CEO一职。经过巴菲特多方周旋，所罗门公司终于得救了，他自己也赚得了2.5倍的收益。但是巴菲特为了绝不亏损的目标“挽狂澜于既倒”，亲自出马参与拯救所罗门公司，确实也是“蛮拼的”。

常言道，“人非圣贤，孰能无过”，巴菲特当然也不会例外。犯错并不可怕，可怕的是你在犯错之后却完全束手无策。正所谓“危急之时显本色，乱局之中见真功”，危机和错误恰恰是考验一个人投资能力最好的“试金石”。一个“功力”深厚的投资者，面对因犯错所造成的危局，依然能处乱不惊，力挽狂澜，甚至能反败为胜。而凭借少犯错，不犯致命的错，即使犯了致命的错误也要想办法化险为夷这一系列“手段”，巴菲特在应对错误这一点上比许多投资高手都略胜一筹。也正是这略胜的一筹，让巴菲特能够技压群雄，并最终成为当今世界最成功的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

七大黄金法则

仓位管理是巴菲特最难模仿的一项“绝技”，因此在学习和模仿时应尽量避免生搬硬套，而要做到“传其真，得其神”。历史的经验告诉我们，模仿者死、超越者生。无论是艺术之道还是投资之道，我们都应该坚持同样的观点——学最好的别人，做最好的自己。对于普通投资者而言，笔者建议在学习巴菲特的仓位管理时，应遵守以下“七大黄金法则”。

法则一：风险隔离

我们先来看一则《广州日报》上的新闻[①]：刘月（化名）曾经是广东一家知名高校的教授，拥有让人羡慕的职业和收入。不过，因为沉迷于股市，她不但亏掉了自己的四套房产，同时还欠下小额贷款公司及其他亲友近200万元。为了在股市中“翻身”，从2012年6月到2013年7月，刘月分别在中国银行、交通银行、民生银行等8家银行办理了信用卡，欲用“以卡养卡”的方式筹钱补仓。至2013年年底，刘月透支套现各银行信用

① http://gzdaily.dayoo.com/html/2016-01/12/content_3095536.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡60余万元。佛山市禅城区法院昨日通报，近日该院对此案做出一审宣判，认定其恶意透支的款项为24万元，并以犯信用卡诈骗罪，判处刘月有期徒刑五年，并处罚金。

这则新闻中的女教授犯了仓位管理中的一个大禁忌，就是没有对自己的投资进行风险隔离。那么何为风险隔离呢？简单来说，就是将家庭资产分隔成两个“账户”：一个“账户”的资金用于投资；另一个“账户”的资金用于家庭生活（包括衣、食、住、行、看病、养老等）的日常开销。作为一名普通投资者，投资并不是生活的全部。除了投资，衣食住行和生老病死每一样也都是需要花钱的。如果你将大部分甚至全部身家都投入在股票这类高风险资产上，那么一个小小的冲击对你来说就可能是致命的，甚至很可能弄得妻离子散、家破人亡。很多投资者之所以没有熬过资本市场上“黎明前的黑暗”，就是因为他们没有对家庭资产进行风险隔离。

从实际效果来看，风险隔离不仅能保住投资者手中的金钱，更能保住投资者的“初心”。几乎所有投资者都认同良好的心态是投资成功的基础，但良好的心态从何而来呢？家庭和睦、生活美满、衣食无忧是保持良好心态的源泉。因此，无论你的投资规划多么远大，也无论你对自己的成功多么有信心，作为一名个人投资者，你首先要考虑的就是构筑出一个良好的家庭“保护圈”，确保生活中的日常消费支出、买房或租房、婚庆旅游、家人医疗、子女教育、人情往来等各方面都不会因投资而受到影响。当然，机构投资者并不存在这个问题，因为他们投资“账户”里的资金本来就不是他们自己的钱，无论赢亏都不会直接影响其家庭生活的稳定状态。例如，一只基金即使大幅亏损，也并不会影响基金经理大把地赚取管理费。

那么个人投资者要做到风险隔离，投资“账户”和生活“账户”的资金保持在什么比例比较合适呢？通常来说，投资“账户”资金占20%，而生活“账户”占80%，是一个比较合理的选择。因为根据二八法则，一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

善于投资的人能够通过20%的“投资”账户资金赚取80%的收益。对于投资经验丰富且经济比较宽裕的投资者，投资“账户”资金占比可以适当提高，但仍建议最高不应超过50%。对于投资新手则要更为严格，初始的投资“账户”资金最好不要超过15%。这个比例不仅仅指的是家庭总资产的初始分配比例，也包括每个月家庭收入的分配比例。也就是说，无论是家庭的总资产还是每个月的家庭收入，“投资”账户的资金占比一般都不能超过20%。如果“投资”账户盈利了，赚得的这部分钱可以留在“投资”账户中继续用于后期投资，也可以转至“生活”账户中用以改善生活质量。但如果“投资”账户亏损了，则绝对不允许动用其余80%的家庭资产，而只能从每个月的收入中支取20%为“投资”账户“输血”。换句话说，“投资”账户是严进而宽出，“生活”账户则是宽进而严出。尽管两部分资金能进行一定程度的相互转化，但二者之间必须严格划清界限。

此外，个人投资者还要远离负债投资以及杠杆交易等“豪赌”。从古至今，利用杠杆交易能够长期持续获得成功的案例几乎没有，绝大多数都是不堪回首的痛苦与落寞。因为一旦你从事了负债投资或杠杆交易，风险隔离就会变得毫无用处。

法则二：生存是第一要务

任何人一旦涉足资本市场，就面临亏损的风险。因此，投资者在把资金投入股市时，首先需要考虑的就是如何保本。然而保本不是你说保就能保得住的。究竟该如何保本呢？不同的投资流派有不同的方法。技术派投资者最常用的方法就是止损，如亏损5%或10%就必须止损卖出。而价值投资派的方法则不同，巴菲特的保本方法是安全边际和仓位管理。止损是为了避免高位下跌所导致的亏损风险，而安全边际和仓位管理则是通过低位买入以尽可能降低亏损。无论是何门何派，保本都应该是每一位投资者在股市中的第一生存意识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法则三：触类旁通

在日常生活中，每一个人都不可避免要涉及分配和使用自己手中的资金。每个月的工资或奖金到手后，大家都会盘算着如何用这些钱。这其实就是最简单的资金分配管理。如果你把这些钱拿来投资，无论是做生意，买房子，买股票或基金，还是收藏文物或字画等，都必定会涉及仓位管理中的某些环节，如资金分配、收益管理、风险管理等。如果这笔钱你不拿去投资，资金的分配管理同样也少不了——手上保留多少现金？多少存银行？存银行的资金中，又有多少为定期存款，多少为活期存款？由此可见，仓位管理其实与我们生活中家庭财富的管理在原理上是相通的。因此，仓位管理与家庭财富管理中的一些理念和方法，可以相互借鉴和吸收。例如，家庭收入分配中有一个著名的“三三三法则”，即三分之一作为日常开销；三分之一用于投资；最后三分之一作为储蓄以备不时之需。这种资金分配方式比较常见，类似于战术进攻时前军、中军、后军的排兵布阵方式。而在资本市场上，我们也可以借鉴这种资金分配方法，并将其演变出更多的形式。

市场分配的三三三法则：三分之一的资金投资欧美等成熟市场、三分之一的资金投资新兴市场、三分之一的资金作为周转。

周期分配的三三三法则：三分之一的资金做长线投资、三分之一的资金做中线投资、三分之一的资金做短线投资。

行业分配的三三三法则：三分之一的资金投资周期性行业、三分之一的资金投资非周期性行业、另外三分之一为现金或债券。

产业分配的三三三法则：三分之一的资金投资传统产业、三分之一的资金投资新兴产业、另外三分之一为现金或债券。

以此类推，三三三法则还能演化出更多的资金分配方法。

正所谓“大道无形”，投资并不是独立于生活而存在，它本身就是生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活的一部分。因此，那些真正的投资大师往往都是善于思考生活、感受生活的人。而对于普通投资者而言，通过对家庭财富进行科学管理，同样也可以锻炼和提高自身的仓位管理水平和技巧。

法则四：保持流动性

问渠哪得清如许？为有源头活水来。如果将交易账户比作一个“资金池”，那么流动性资金便是盘活投资“资金池”的一汪“活水”。投资者需要时刻保持交易账户的流动性，以增强投资体系应对突发风险的承受力。那么，如何才能增强交易账户的资金流动性？途径有三：一是在账户中保持一定比例的现金，一旦发现投资机会，便可让资金“招之即来”。二是购买产生现金流的资产，既可以是货币基金、短期债券等容易变现的资产，也包括信托产品、长期债券以及房地产等不可随时变现但能产生现金流的资产。例如，如果你有一间可供出租的房产，每个月可为你带来5000元的房租，将为你的投资账户提供不错的流动性。三是不负债投资，远离杠杆。负债越多的投资者，资金流动性风险的承受能力就越差。一旦资金链发生断裂，就可能带来毁灭性的打击。资本市场上无数融资融券交易爆仓的案例，就是最好的前车之鉴。

法则五：严守纪律

仓位管理成功的关键在于执行——贵在坚持、严守纪律，因为任何一种策略只有长期执行才能显现出其巨大的威力。在资本市场上，利益的诱惑能让人性中各种丑陋的一面暴露得淋漓尽致。如何拒绝诱惑，严格执行仓位管理的纪律，是每一个投资者都必须面对的问题。依靠仓位管理获得成功的前提是，无论是买了之后继续下跌，还是卖了之后继续上涨，你都不能后悔而擅自改变纪律，一旦改变就意味着失败。可以说，纪律是仓位管理的生命线，再好的仓位管理策略，如果不严格执行，也只是一纸空文，毫无用处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法则六：终生学习

一个善于仓位管理的高手，必定是一个终生学习和善于学习的人。通过不断的学习，吸收新的仓位管理理念和技巧，才能博采众长，集思广益。巴菲特不也是在学习和借鉴了格雷厄姆、费雪、凯恩斯、芒格等人的思想精髓之后，才最终成为一代宗师的吗？

法则七：做你自己

仓位管理的策略有无数种，正所谓“法无定法”，只有适合自己的才是最好的。如果每一位投资者都能找到一种适合自身的仓位管理方法，实现稳定盈利，就能让投资变得更轻松和充满乐趣。2010 年，“股神”沃伦·巴菲特之子彼得·巴菲特（Peter Buffett），出版了一本世界级的心灵成长之书——《做你自己》。彼得·巴菲特在该书中分享了自己的人生经历。作为一个名副其实的“富二代”，彼得本可顶着巴菲特家族的光环步入华尔街，演绎“股神”第二季。但沃伦·巴菲特认为，人一生最大的财富就是能做自己！所以，他建议儿子听从自己内心的想法，发挥自己的天赋，选择自己的人生道路。而彼得也并没有让父亲失望，从零开始打造自己的音乐梦想并成为一位赢得美国电视界最高荣誉——“艾美奖”的音乐家，最终收获了属于自己的成功。

事实上，“做你自己”不仅是巴菲特的家庭教育观念，也是他本人的投资学习准则。在沃伦·巴菲特学习投资的道路上，影响他的投资大师也有不少，然而他却没有试图效仿或复制任何人。同样，巴菲特的仓位管理思想和策略不一定完全适合每一位投资者。我们只需要吸收和借鉴适合自己的那一部分，不用完全照搬他的“套路”。做好你自己，听命于自己的心，才能最终找到属于自己的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记

寻找最真实的巴菲特

在当今投资界，涉及巴菲特的流言可畏是五花八门。在与巴菲特有关的各种流言中，既有赞颂式的流言，也有诋毁式的流言。例如，“沃伦·巴菲特8岁就去参观纽约股票交易所了，而且是身为国会议员的父亲带他去的。”这种诋毁式的谣言，无非是想告诉你：你在各方面都比不上巴菲特，无法成功是理所应当的。实际上，仔细读过巴菲特本人授权的“官方”传记——《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》一书的人都清楚，这就是个谣言。沃伦的父亲霍华德立有家规：在每个孩子满十岁时都会带其去美国东部海岸旅行一次，而旅游目的地则由每个孩子自己决定。沃伦·巴菲特提出的三个要求是“我想去看看斯科特邮票－钱币公司，我想去看看莱昂纳尔火车模型公司，我想去看看纽约股票交易所”。很显然，巴菲特是10岁参观的纽约股票交易所，而且此时的霍华德也不是什么国会议员，而是与两个合伙人在奥马哈经营一家名叫“巴菲特－思克莱尼公司”的股票经纪行。除了这种诋毁式的谣言，更多的则是赞颂式的谣言。例如，“巴菲特白手起家，从无到有，创造了从100美元到700多亿美元的财富神

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话。”这里所说的100美元是指巴菲特在1956年成立了第二家合伙公司时，他象征性地出资100美元。根据《滚雪球》一书中的描述，此时的巴菲特刚从格雷厄姆-纽曼公司辞职，他的个人资产已经高达17.4万美元。很明显，巴菲特的成功并非是什么“草根逆袭”的传奇，但也绝不是什么含着金钥匙长大的豪门“富二代”，而是一个美国中产阶级的奋斗史。因此，如果你没有成功，不能将自己的失败归咎于没有巴菲特那样的家世、人脉、学历、运气……我们应该反思的是：古今中外在这些方面比巴菲特优越的绝不在少数，却为何没有产生“第二个巴菲特”呢？

毫无疑问，无论是哪一种流言，对于一个真正的学习者而言，都是有害的——赞颂式的流言会导致极端的崇拜，诋毁式的流言则可能导致思维混乱。正如美国著名作家马克·吐温（Mark Twain）曾说过的：“让你陷入困境不是无知，而是你确信的事并非如你所想”。长此以往，不仅容易混淆视听，还会让许多人失去基本的是非判断能力。毕竟，资本界最不缺的就是人云亦云。当无数人一遍又一遍地向你重复着同样的话语，很少有人不被“洗脑”。被誉为“纳粹喉舌”的保罗·约瑟夫·戈培尔（Paul Joseph Goebbels）有一句臭名昭著的名言，即“重复是一种力量，谎言重复一百次就会成为真理”。而关于巴菲特的流言一旦被重复千百遍，你同样也会深信不疑。正因为如此，这种现状必须改变。因为这些谣言只会让我们的认识走向极端——要么盲目崇拜，要么彻底否定。面对这些源自不同“声音”的流言，让我想起自己曾经喜欢看的一档电视节目——美国探索频道（Discovery）播出的《流言终结者》（Myth Busters）。的确，流言需要终结了！因此，从撰写本书的第一天起，我就立志将“全面、真实、客观”这三大准则作为研究和分析巴菲特投资行为的立足点与出发点。我们不需要太多的溢美之词，更不需要毫无根据的谣言，我们只需要根据客观的事实与数据来尽量追溯历史，还原真相。

在终结流言的道路上，除了要靠事实和数据，还要学会用常识来思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。因为投资世界里充满了各种谣言，且常常真假难辨，常识往往是最有用却又是我们最容易忽略的东西。例如，有观点认为：“巴菲特之所以不投资黄金而投资白银，是因为黄金市场难以垄断操纵，白银市场易于垄断操纵，巴菲特正是通过垄断操纵在白银投资上大赚了一笔。”很显然，这种观点我们无法直接认定它是错误的，而只能基于事实以及我们的常识来思考和判断。首先是交易时间，如果白银市场易于垄断操纵，为什么巴菲特却很少参与白银投资？如果你是一个有能力垄断操纵白银市场的庄家，不会傻到有钱不赚吧？其次是时间跨度，这笔白银投资巴菲特从买进到卖出相隔十年之久。如果你是一个有能力垄断操纵白银市场的庄家，不会傻到“坐庄”十年吧？最后再来看看卖出后导致的结果，在巴菲特抛出全部现货白银之后，白银价格一路走高，连巴菲特自己也不得不承认卖早了。如果你是一个有能力垄断操纵白银市场的庄家，不会傻到提前出货让别人捡便宜吧？基于这三点常识性的思考和判断，就可以对所谓的“垄断操纵”论立辨真伪。对于巴菲特投资白银的真实逻辑，详见本书的第七章。当然，在本书中还有许多这样的流言被澄清。因为只有正本清源，才能让大家对巴菲特的投资体系有一个正确、全面的认识。古人有云：“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一隅。”

鉴于目前国内关于巴菲特的参考资料都是翻译而来，因此在筛选资料时我给自己制定了“实事求是、原汁原味”两大原则。首先，优先选择和采纳英文参考资料，包括巴菲特相关的英文书籍。其次，对于翻译过来的中文参考资料，必须对照英文原文逐字逐句检视翻译的准确性。再次，当不同来源的资料存在矛盾时，参考包括伯克希尔·哈撒韦公司向美国证券交易委员会（SEC）提交的文件（年报、季报、致股东的信等）在内的最权威资料。最后，对于仅出现在中文资料中但无其他来源的资料进行佐证的信息，一律不予采用。当然，之所以这样做，不仅仅是为了追求最真实的还原，同时也是让自己通过这种方式更好地学习和理解巴菲特的投资体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系。正是基于大量的中、英文的第一手资料，并结合自己多年来研究巴菲特投资体系的思考心得，最终汇集成《跟巴菲特学习仓位管理》一书。希望这本书能对你们的投资有所助益，同时也预祝你们在未来的投资中获得更大的成功。当然，由于本人水平有限，错误和不足之处在所难免，敬请各位读者斧正。

庞　浩

雪球 ID：三言九鼎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雪球投资经典　　和聪明的投资者一起学习投资



手把手教你读财报

唐朝　著

财报是用来排除企业的。

以一份真实的财报为案例，告诉你如何探知财报背后的企业秘密。



低风险投资之路 2

徐大为　刘　颖　著

投资不是生活的全部。

通过投资实现财务自由，享受生活才是重点。



穿过迷雾:巴菲特投资与经营思想之我见

任俊杰　著

系统归类整理巴菲特的投资与经营思想，投资者、经营者、企业主，都将从中获益。



投资第一课

那一水的鱼　著

大师没教你的投资技巧，投资必读“防雷”指南。

告诉你如何稳获十年十倍收益，赢在起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

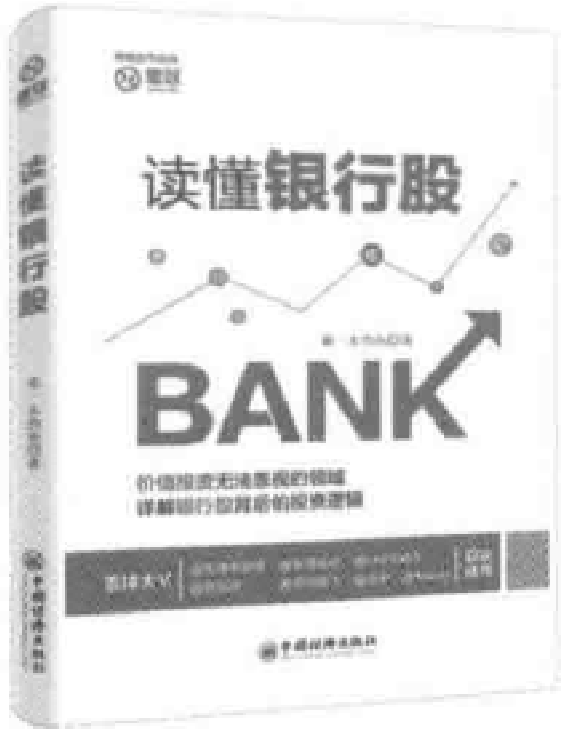


理财不用懂太多

那一水的鱼　著

你的一个决定，等于人生一半的努力！

富在思维，对穷忙说 NO！



读懂银行股

那一水的鱼　著

价值投资无法忽视的领域！

详解银行股背后的投资逻辑。



专注投资：迈向安心投资之路

西点老 A　著

投资自己不了解的公司就是赌博。

股市生存的核心是建立自己的能力圈，不懂不做，不熟不做。



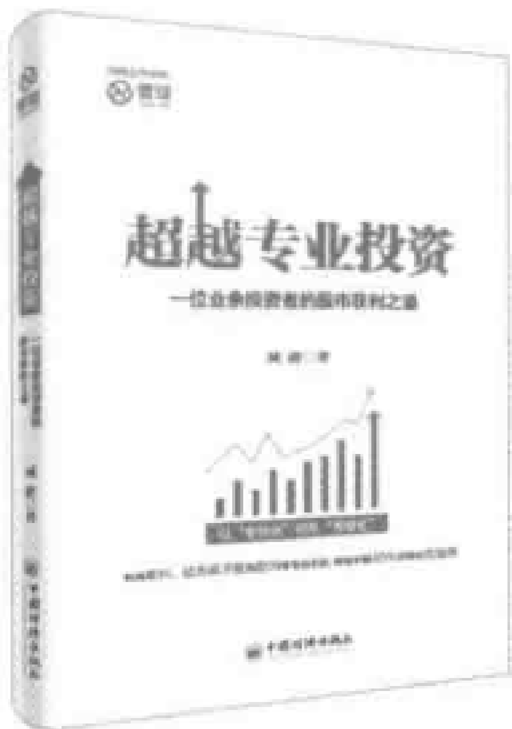
投资的本源：稳健均衡投资策略

宋　军　著

优质公司的股权是世界上最好的投资品种。

我们的目标是找到它们，用合理的价格买入，并长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



超越专业投资：

一位业余投资者的股市获利之道

臧　蔚　著

以“专业化”对抗“情绪化”，详解套利、动态再平衡和配对等专业手段。

分享获取长期 30% 年化收益率的方法。



手把手教你读财报 2：

18 节课看透银行业

唐朝　著

一学就会的银行股财报阅读指南。

将银行股纳入能力圈的绝佳助手。



格雷厄姆之道：

如何在中国实践价值投资

姜开舰（Passion 启航）　著

轻松版的《证券分析》。

结合中国投资市场实践，易懂易学。

九位投资大师联手教你格雷厄姆式价值投资。



港股滚雪球：

交易策略、风险应对与案例解析

杨饭　著

不同的市场，不同的风险，不同的风格。

洞察港股市场特色，规避风险，建立正确的交易理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



十年十倍

散户也可以学习的量化投资方法

金伟民 （@持有封基） 著

没有天才的数学头脑和“高大上”的投资工具不用怕。

借助 Excel 以及互联网量化投资平台，“小散”也能轻松做量化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟巴菲特学习仓位管理

被忽视的成功投资秘籍



三言九鼎是一名乐意分享的雪球用户，我相信这本书是他在雪球分享的延续。

——雪球CEO 方三文

正如作者所说，搞不清楚“买多少”这个问题，“巴学”之路将会十分坎坷，且容易误入歧途。认真阅读本书的每一章内容，并认真实习之，你的“巴学”之路将有望越走越光明。

——《穿过迷雾》作者 任俊杰

证券市场变幻莫测，没有人能成为长胜将军，“股神”巴菲特也多次踩到“地雷”，但并没有因此影响他的长期复利，这是为什么？

本书作者通过对伯克希尔基金持仓的研究，从仓位管理的角度为读者打开投资的另一扇窗。

——《低风险投资之路》作者 徐大为

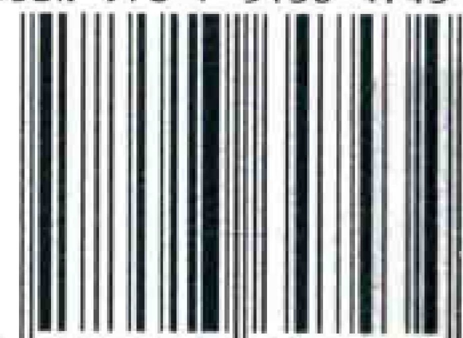
投资如行军打仗，攻守有据方能进退自如，攻守之间，就是对风险的评估，并通过仓位的伸缩去达成作战意图，因此，仓位管理的重要性可见一斑。投资领域对此研究也很多，但是从巴菲特理念的角度去聊这个话题，结合巴老投资的进攻性和防守性去谈仓位管理，是庞浩先生新作的亮点。或许，巴菲特身上所拥有的投资“防守”能力，正是许多投资者身上缺少的。本人拜读之后，受益颇多。

——《专注投资》作者 西点老A

上架建议 股票投资



体验更多精彩阅读
尽在中国经济出版社微信平台
请扫描二维码或查找zgjjcbs



ISBN 978-7-5136-4743-4

定价：56.00元